

La politique monétaire et le canal de la prise de risque : éclairage apporté par le comportement de prêteur des banques

Teodora Paligorova et Jesus A. Sierra Jimenez, département des Marchés financiers

- La crise financière de 2007-2009 et le maintien ultérieur des taux d'intérêt réels à des niveaux historiquement bas dans un certain nombre de grandes économies avancées ont ressuscité le débat autour de la propension des agents économiques à accepter des risques plus importants lorsque les taux d'intérêt restent longtemps bas.
- Ce comportement induit des agents — à savoir un appétit accru pour le risque qui les pousse à rechercher des placements et des stratégies d'investissement plus lucratifs — constitue ce qu'on appelle le canal de la prise de risque liée à la politique monétaire.
- De récents travaux semblent indiquer que les politiques de prêt suivies par les banques dans un contexte de faibles taux d'intérêt ne sont pas incompatibles avec l'existence d'un tel canal en Europe, en Amérique du Sud, aux États-Unis et au Canada. Plus précisément, ces travaux donnent à voir que les conditions des prêts accordés aux emprunteurs à risque sont moins contraignantes lorsque les taux d'intérêt sont bas. Le canal de la prise de risque amplifie peut-être la transmission des effets de la politique monétaire par les canaux traditionnels, aboutissant à une offre excessive de crédit.

La plupart des banques centrales mènent leur politique monétaire en ciblant un taux d'intérêt à court terme. La modification de ce taux directeur provoque, toutes choses égales par ailleurs, la variation des taux d'intérêt à moyen et long terme et celle d'autres indicateurs financiers, comme le taux de change. S'ils se relient par exemple, ces taux influent à leur tour sur l'activité économique en entraînant (avec la réduction du taux préférentiel) une baisse du coût des prêts hypothécaires, (avec le recul du rendement des obligations de sociétés) une diminution des coûts d'emprunt des entreprises et (avec la dépréciation du taux de change) une hausse des exportations. Dès lors qu'ils influencent les décisions des ménages et des entreprises en matière de dépenses et d'investissements, de tels taux peuvent finir par faire évoluer l'activité économique¹.

¹ Pour une description détaillée du lien entre le taux directeur et l'activité économique, se reporter à l'article de Macklem (2002).

La politique monétaire se transmet à l'économie tout entière à travers plusieurs canaux. Le premier d'entre eux, que l'on peut considérer comme le canal traditionnel, repose à la fois sur le niveau général des taux d'intérêt et sur le taux de change. Il en est ainsi parce que, d'un côté, les taux longs dépendent de la moyenne des taux courts anticipés et que, de l'autre, la fluctuation attendue du taux de change (compte tenu du risque de change) est fonction de l'écart entre les taux d'intérêt au Canada et à l'étranger (Sarno et Taylor, 2008, p. 18).

Les bilans et le crédit bancaire sont d'autres canaux par lesquels le taux directeur exerce une action sur les entreprises qui ont besoin du financement des banques (Bernanke et Gertler, 1995). Par le truchement des bilans, les mouvements du taux directeur se répercutent sur la situation financière des emprunteurs. Par exemple, toutes choses égales par ailleurs, une politique monétaire expansionniste renforce le bilan des entreprises car le repli des taux allège la charge des intérêts de la dette à court terme, ce qui augmente les flux de trésorerie nets et améliore la situation financière des entreprises. De plus, la baisse des taux d'intérêt, qui s'accompagne habituellement d'une hausse des prix des actifs, peut faire monter la valeur des garanties exigées des emprunteurs et, en conséquence, améliorer l'accès au crédit bancaire². À travers le canal du crédit, les banques influent sur les décisions de dépense et d'investissement des entreprises en modifiant l'offre de prêts. Ainsi, une politique monétaire restrictive draine les réserves du système bancaire, limitant la capacité de prêt des institutions financières, toutes choses égales par ailleurs³.

La récente crise financière a donné lieu à un débat visant à déterminer si un autre mécanisme de transmission de la politique monétaire — le canal de la prise de risque — agit sur l'offre de crédit (Rajan, 2006; Borio et Zhu, 2008; Boivin, Lane et Meh, 2010). Par le biais de ce mécanisme, le maintien durable des taux d'intérêt à de bas niveaux amènerait les banques à accroître le volume des prêts destinés aux emprunteurs à risque et donc à assumer plus de risque dans leurs portefeuilles de créances⁴. Leur appétit pour le risque étant aiguisé par la persistance de faibles taux d'intérêt, les banques augmenteraient davantage leurs prêts qu'elles ne le feraient normalement dans le contexte des mécanismes de transmission habituels. L'incidence d'une longue période de faibles taux d'intérêt pourrait donc être amplifiée par une trop grande tolérance au risque⁵.

Le présent article présente surtout les implications pour les banques du canal de la prise de risque, puisque leur comportement de prêteur est l'angle souvent choisi pour décrire ce canal, essentiellement en raison de l'importance

◀ *Le maintien durable des taux d'intérêt à de bas niveaux pourrait amener les banques à accroître le volume des prêts destinés aux emprunteurs à risque et donc à assumer plus de risque dans leurs portefeuilles de créances, par le biais du « canal de la prise de risque ».*

2 Les mouvements des taux d'intérêt ne toucheront pas les entreprises de manière uniforme. L'ampleur des effets varie selon la nature des activités, la taille de la firme et ses sources de financement. En période de repli des taux d'intérêt par exemple, les entreprises qui disposent de liquidités considérables pourraient se retrouver en plus fâcheuse posture puisque leurs placements rapporteront moins d'intérêts.

3 Une hypothèse essentielle de la théorie du canal du crédit bancaire est que les banques ne peuvent pas remplacer (facilement) les dépôts par d'autres sources de financement comme l'émission de certificats de dépôt ou de nouvelles actions.

4 Les taux d'intérêt peuvent être jugés « bas » selon différents critères comme la moyenne du taux directeur ou les taux projetés à partir d'une règle de politique monétaire, p. ex. la règle de Taylor, qui lie l'évolution du taux à court terme aux mouvements de variables macroéconomiques fondamentales (Taylor, 2009). L'étude du canal de la prise de risque exige l'identification des périodes marquées par la persistance de bas taux. Dans le présent article, les taux d'intérêt sont considérés comme bas quand, par exemple, le taux directeur est inférieur à un niveau de référence. Il convient de remarquer que nous sommes en mesure de définir des environnements à bas ou hauts taux d'intérêt parce que les taux restent bas plusieurs trimestres d'affilée. Dans le souci d'éviter les répétitions, nous employons indifféremment les expressions « bas taux d'intérêt », « faibles taux d'intérêt » et « politique monétaire expansionniste ».

5 Gambacorta (2009) étudie également la politique monétaire et la prise de risque mais dans d'autres pays que le Canada.

systémique des banques⁶. Nous analysons dans un premier temps deux voies par lesquelles se manifeste la prise de risque accrue : la quête de rendement et la croissance excessive du bilan des banques. Nous passons ensuite en revue les travaux récents que l'utilisation de données microéconomiques a permis de consacrer à ce canal. Enfin, nous examinons si ce canal est à l'œuvre au Canada en nous appuyant sur une étude empirique.

Le canal de la prise de risque et le comportement des banques

Il est important pour les décideurs de comprendre l'incidence du canal de la prise de risque, car celui-ci influence la manière dont la politique monétaire se transmet à l'économie réelle et pourrait aussi porter atteinte à la stabilité financière.

Le canal de la prise de risque suppose de la part des banques une plus grande tolérance au risque en contexte de faiblesse persistante des taux d'intérêt. Ce comportement peut se traduire par une « quête de rendement », c'est-à-dire donner lieu à une hausse de la proportion des actifs risqués au sein des portefeuilles bancaires (Rajan, 2006). Il se peut en outre que la valeur des actifs et des garanties augmente. Les périodes de bas taux d'intérêt « peuvent nous amener à baisser la garde et à croire, par excès de confiance, que le climat va rester favorable, et peuvent aussi engendrer une propension excessive à prendre des risques » (Boivin, 2011). Des agents économiques tels que les banques pourraient ne pas adapter suffisamment leurs anticipations à l'égard du niveau des taux d'intérêt et s'imaginer plutôt que les taux demeureront bas encore longtemps. Résultat, après avoir assoupli leurs critères, les banques tendraient à accorder un trop grand nombre de prêts aux emprunteurs moins solvables. De plus, les taux d'intérêt imposés aux emprunteurs à risque seraient susceptibles de diminuer par rapport aux taux appliqués aux autres emprunteurs, ce qui semble dénoter une mauvaise appréciation du risque représenté par les premiers.

Le canal de la prise de risque peut se manifester également dans une croissance excessive du bilan des banques liée à l'utilisation du levier. Pour Adrian et Shin (2010), les établissements bancaires gèrent activement leur levier (le ratio du total des actifs aux fonds propres) en réponse à la variation de la valeur des actifs. Ces auteurs constatent que les banques d'investissement augmentent la taille de leur bilan au moyen de prêts garantis (opérations qui s'accompagnent du dépôt de titres en gage) lorsque la politique monétaire est expansionniste et réduisent leur bilan en période de resserrement monétaire. À partir de données sur les banques canadiennes, Damar, Meh et Terajima (2010) découvrent une forte corrélation positive entre la croissance des actifs et l'usage du levier.

Le gonflement des bilans bancaires (par des prêts garantis) est de nature à créer des déséquilibres financiers, qui sont sensibles à un dénouement rapide des positions lorsque les investisseurs deviennent frileux. Ces déséquilibres peuvent entraîner une baisse de la liquidité et de la valeur de marché ainsi que des cessions forcées d'actifs. Analyser les politiques qui sont propres à limiter la formation des déséquilibres financiers causés par la

◀ *En période de bas taux d'intérêt, les banques pourraient ne pas adapter suffisamment leurs anticipations à l'égard du niveau des taux d'intérêt et s'imaginer plutôt que les taux demeureront bas encore longtemps.*

⁶ Carney (2010) expose les conséquences de la prise de risque dans le secteur des entreprises et dans celui des ménages. La persistance de faibles taux d'intérêt pourrait aussi avoir des répercussions pour les compagnies d'assurance et les caisses de retraite, ces entités devant généralement atteindre des cibles nominales au titre de leurs engagements contractuels. Dans un contexte de bas taux d'intérêt, le recul des rendements rend les engagements à long terme plus difficiles à honorer. Comme les compagnies d'assurance et les caisses de retraite sont tenues d'atteindre des cibles nominales fixées à une époque où les taux d'intérêt étaient plus élevés, elles pourraient vouloir investir dans des actifs plus risqués au lieu de renégocier leurs obligations ou même de manquer à celles-ci.

faiblesse des taux d'intérêt dépasse le cadre de notre article. Boivin, Lane et Meh (2010) et la Banque du Canada (2011) apportent un complément d'information sur le sujet et sur les coûts et avantages associés à l'emploi de la politique monétaire dans la lutte contre les déséquilibres financiers.

Preuves de l'existence du canal de la prise de risque

Les chercheurs qui se penchent sur le canal de la prise de risque étudient si, en période de bas taux d'intérêt, les banques augmentent le montant des crédits qu'elles octroient aux emprunteurs à risque. En outre, leurs travaux lient la prise de risque des établissements bancaires à la diminution relative de l'écart entre les taux exigés des emprunteurs à risque et les taux consentis aux emprunteurs moins risqués quand les taux d'intérêt sont bas.

Prouver l'existence du canal de la prise de risque liée à la politique monétaire est une tâche empirique ardue. La dynamique à la base de cette prise de risque est motivée par les facteurs d'offre et induite par la présence d'un plus fort appétit pour le risque chez les banques (et d'autres prêteurs) dans un contexte de faiblesse durable des taux d'intérêt, mais le bas niveau des taux d'intérêt influe aussi sur la demande d'investissements et de crédit, sur la qualité du bassin d'emprunteurs et sur le volume des prêts (Bernanke et Gertler, 1995). De ce fait, on ne peut établir l'existence de ce canal à l'intérieur du secteur bancaire sans dissocier l'effet de la demande de crédit et celui de l'offre de crédit — favorisée par la faiblesse des taux d'intérêt — sur les politiques de prêt et de tarification appliquées par les banques.

Dans leur recherche, Jiménez et autres (2008) exploitent des données complètes sur les prêts, de même que les renseignements sur les banques et les entreprises consignés dans le fichier national des opérations de crédit en Espagne pour la période 1988-2008, afin de déterminer si la politique monétaire de l'Union européenne a conduit les banques espagnoles à émettre des prêts plus risqués. Les auteurs examinent la fréquence des prêts accordés aux entreprises, ainsi que le montant et la durée des prêts octroyés quand les taux d'intérêt descendent. Plusieurs des résultats obtenus sont compatibles avec l'existence du canal de la prise de risque : lorsque les taux d'intérêt à court terme sont bas, les banques moins capitalisées sont plus susceptibles de maintenir les contrats de crédit conclus avec des entreprises à risque que ne le sont les banques mieux capitalisées. En outre, avec de faibles taux à court terme, les banques moins capitalisées sont plus enclines non seulement à consentir des prêts à des clients moins solvables, mais encore à leur accorder des prêts d'un montant et d'une durée plus élevés.

Pour estimer l'effet d'une variation des taux d'intérêt sur le comportement des banques en matière de prêt, Ioannidou, Ongena et Peydró (2009) mettent à contribution le registre des crédits de la Bolivie, qui recense tous les prêts octroyés dans ce pays de 1999 à 2003. À cette époque, le peso bolivien était arrimé au dollar É.-U., de sorte que les décisions des autorités monétaires américaines se répercutaient sur l'économie de la Bolivie, mais non l'inverse. D'après les résultats présentés, les banques seraient plus susceptibles d'accorder un prêt aux clients à risque quand le taux directeur (en l'occurrence, le taux des fonds fédéraux) est faible. Fait à noter, l'écart de taux entre les emprunteurs à risque et les autres emprunteurs diminue lorsque le taux directeur se maintient à des niveaux relativement bas, même quand on tient compte du niveau d'activité économique.

À l'aide de données portant sur l'évolution du marché des prêts consortiaux au cours de la période 1990-2010, Paligorova et Santos (2012) examinent si l'orientation de la politique monétaire des États-Unis durant ces années

s'est accompagnée d'une prise de risque accrue de la part des banques américaines⁷. Ils comparent les écarts observés dans la marge totale exigée en cas de tirage⁸ et dans la taille des crédits qu'une même banque octroie aux clients à risque et aux clients plus solvables en différents contextes de politique monétaire; les prêts consentis par une même banque à une même entreprise sont également comparés entre eux dans ces différents contextes. Afin de neutraliser l'incidence des nombreux facteurs qui influent généralement sur les politiques de crédit des banques, les deux chercheurs intègrent à leur modèle de l'information s'articulant autour de trois séries de caractéristiques : 1) les caractéristiques de la banque prêteuse (taille, ratio de fonds propres, liquidité, rentabilité); 2) celles du contrat de prêt (marge sur tirage; type, destination et échéance du prêt); et 3) celles de l'entreprise (probabilité de défaut, occasions d'investissement, rentabilité, taille, levier).

Paligorova et Santos constatent que les profils d'évolution des coûts d'emprunt et de la taille des prêts cadrent avec l'hypothèse que la politique monétaire influe sur la prise de risque des institutions financières. Quand les taux d'intérêt se maintiennent à des niveaux relativement bas, les banques demandent à leurs clients à risque des marges sur tirage inférieures à celles imposées aux autres clients; elles accordent aussi des prêts plus élevés aux premiers qu'aux seconds. L'estimation de ces effets tient compte de l'influence des caractéristiques des prêts, des banques et des entreprises ainsi que de l'état de la conjoncture macroéconomique.

Pour bien établir que les effets estimés ne sont pas tributaires de l'évolution de facteurs de demande ou d'offre de crédit qui sont indépendants du comportement des banques en matière de prise de risque, Paligorova et Santos (2012) font appel à une mesure spécifique du niveau de tolérance au risque des établissements bancaires. Cette mesure est tirée d'une enquête de la Réserve fédérale américaine au sujet des pratiques de prêt bancaire, qui lui permet de recueillir auprès des responsables du crédit des données qualitatives sur la propension des banques à octroyer du crédit et sur leur attitude face au risque⁹. Les auteurs notent que les banques plus tolérantes à l'égard du risque appliquent des marges relativement moins élevées sur les prêts à risque en période de bas taux d'intérêt. Ce résultat confirme que la réduction de l'écart alors observée entre les marges sur tirage exigées des emprunteurs à risque et des autres emprunteurs est associée de fait à une plus grande tolérance au risque des banques, mesurée qualitativement.

◀ *Les recherches montrent que les banques plus tolérantes à l'égard du risque appliquent des marges relativement moins élevées sur les prêts à risque en période de bas taux d'intérêt.*

Le canal de la prise de risque et les banques canadiennes

Pour étudier le canal de la prise de risque liée à l'octroi de crédit bancaire, il est essentiel de disposer de renseignements détaillés à la fois sur les emprunteurs, les banques et les prêts dans plusieurs contextes de politique

7 Les prêts consortiaux constituent une source de financement importante. D'après Sufi (2007), ils représentent en moyenne 15 % de l'endettement des sociétés non financières aux États-Unis. L'encours de ce marché est passé de 137 millions de dollars É.-U. en 1987 à plus de 1 billion de dollars É.-U. en 2006.

8 *All-in-drawn spread* dans la littérature anglo-saxonne : somme des commissions et des intérêts payés annuellement en sus du LIBOR pour chaque dollar tiré sur la ligne de crédit mise en place; appelée *marge sur tirage* dans la suite du texte.

9 Voici le libellé des deux questions de l'enquête sur le sujet [traduction] : « Au cours des trois derniers mois, comment les conditions d'approbation des prêts de votre institution aux grandes et moyennes entreprises [crédits commerciaux et crédits à l'investissement] ont-elles évolué? » et « Si votre institution a assoupli ses critères de prêt ou les modalités de ses crédits commerciaux et à l'investissement [...], dans quelle mesure cela est-il dû [...] à une augmentation de son niveau de tolérance au risque? ». Les données trimestrielles de l'enquête peuvent être consultées sous une forme groupée à l'adresse <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/SnLoanSurvey>. L'analyse de Paligorova et Santos (2012) se fonde sur les réponses individuelles des banques interrogées, qui sont confidentielles.

monétaire. Au Canada, une source d'information respecte ce critère : le marché des prêts consortiaux¹⁰, sur lequel les grandes sociétés canadiennes se procurent une part importante de leur financement¹¹.

Au moyen des données détaillées de Thomson Reuters concernant les prêts consortiaux accordés aux emprunteurs canadiens de 1993 à 2010, Paligorova et Santos (à paraître) analysent les marges sur tirage exigées des emprunteurs à risque et des autres emprunteurs en divers contextes de politique monétaire. Les auteurs combinent ces renseignements avec ceux qu'ils possèdent sur les bilans des entreprises et des banques pour neutraliser le rôle joué par les facteurs de demande et d'offre de crédit¹². Selon eux, une réduction de l'écart entre les marges sur tirage appliquées à ces deux catégories d'emprunteurs en période de maintien de bas taux d'intérêt peut être vue comme une indication que la politique monétaire influence la prise de risque sur le marché des prêts consortiaux.

Paligorova et Santos ont recours à un modèle de régression linéaire dans lequel les marges sont fonction de facteurs représentatifs des prêts, des bilans des entreprises et des bilans bancaires. La relation entre le profil de risque des entreprises et l'évolution des marges sur tirage dans le contexte de différentes politiques monétaires est l'élément dont l'estimation présente le plus d'intérêt¹³. Les deux chercheurs établissent le profil de risque d'une firme à partir de sa notation : les entreprises qui appartiennent à la catégorie investissement sont considérées comme « moins risquées », le reste des firmes étant jugées « à risque ». Trois critères différents ont servi à définir les périodes de bas taux d'intérêt, selon que le taux directeur — ici le taux cible du financement à un jour — est inférieur 1) à un niveau de référence donné comme le taux médian de la période étudiée; 2) au taux directeur fixé à la précédente date d'annonce¹⁴; ou 3) au taux directeur prévu avec la règle de Taylor.

10 Les prêts consortiaux ont plusieurs particularités, dont la principale est d'être issus d'un regroupement de bailleurs de fonds qui s'engagent chacun à apporter des crédits à hauteur d'une part déterminée de la valeur totale de la facilité offerte. Ces crédits peuvent ou non être assortis d'une garantie, mais les membres du consortium restent prioritaires par rapport à tous les autres créanciers. Les créances de ces derniers ne peuvent donc être honorées qu'après le remboursement intégral du prêt consorsortial. Enfin, les crédits consortiaux sont des instruments à taux variable indexé sur un taux de référence (comme le LIBOR, le CDOR ou le taux privilégié d'une banque donnée) auquel vient s'ajouter une marge d'intérêt spécifiée.

11 Le montant total des nouvelles émissions de prêts consortiaux s'est établi en 2000 à 82 milliards de dollars. Il a atteint un sommet de 192,4 milliards en 2007, pour ensuite redescendre à 93,7 milliards en 2009. Les valeurs moyenne et médiane de la marge sur tirage (qui fournit une mesure du coût d'emprunt) sont respectivement de 235 et de 225 points de base au-dessus du LIBOR sur la période allant de 1993 à 2010. La taille médiane des prêts consortiaux est de 130 millions de dollars; les prêts situés au 10^e centile se chiffrent à 19 millions de dollars, et ceux se trouvant au 95^e centile, à 1,7 milliard. (Toutes les sommes mentionnées ici sont exprimées en dollars canadiens.)

12 Les données relatives aux chiffres d'affaires trimestriels, au levier, aux actifs corporels, aux ratios cours / valeur comptable et à la rentabilité des entreprises cotées en bourse – variables dont l'incidence sur les marges d'intérêt est reconnue – sont extraites de la base de données Compustat. Les statistiques concernant les actifs, le ratio dépôts/actifs, le ratio de fonds propres et la rentabilité des banques proviennent du Bureau du surintendant des institutions financières.

13 Paligorova et Santos analysent aussi dans leur étude le cas d'entreprises qui ont contracté plusieurs prêts auprès d'une même banque en différents contextes de politique monétaire. Ce type d'analyse de la prise de risque revêt de l'importance parce qu'il a été démontré que le bassin des emprunteurs peut varier de façon considérable sous l'effet de la conjoncture macroéconomique et ainsi influencer sur les prix et le volume des crédits consentis.

14 La proportion des facilités de crédit mises en place au cours de périodes de bas taux d'intérêt définies comme en 1) est de 39 %. Cette proportion s'élève à 47 % si ces périodes sont définies comme en 2). On note plusieurs longues périodes où les taux d'intérêt restent bas, qu'on utilise l'une ou l'autre des deux définitions, et où un taux bas durant un trimestre donné n'est pas suivi d'un taux élevé le trimestre d'après; la plus courte de ces périodes compte quatre trimestres.

D'après les résultats des auteurs, l'écart de marge sur tirage entre les prêts consentis aux clients à risque et ceux accordés aux autres clients est moins grand au cours des périodes où les taux d'intérêt sont bas que durant celles où ils sont élevés. Une fois pris en compte les facteurs représentatifs des prêts, des bilans des entreprises et des bilans bancaires ainsi que des facteurs annuels et trimestriels, l'écart de marge observé entre les deux catégories d'emprunteurs en présence de faibles taux d'intérêt (selon la première définition) est en effet inférieur de 48 % au niveau où il se situe lorsque les taux sont élevés. Ce résultat est également significatif en termes économiques, puisque l'écart de taux d'intérêt entre les emprunteurs à risque et les autres emprunteurs diminue de 107 points de base quand les taux d'intérêt sont bas.

L'étude de Paligorova et Santos comporte plusieurs failles. La principale réside dans le caractère inobservable de la tolérance au risque des banques. Par conséquent, l'analyse qui est faite des effets de l'évolution des bilans des banques et des entreprises sur les taux prêteurs a ses limites, et les résultats doivent être interprétés comme, tout au plus, compatibles avec l'existence d'un canal de la prise de risque bancaire ou révélateurs de cette existence. Il se peut que les taux prêteurs subissent des effets de demande ou d'offre qui ne soient pas liés directement à ce canal ni entièrement captés par les autres variables du modèle. Pour savoir ce qu'il en est, il faudrait construire une mesure de l'appétit pour le risque sur la base d'informations qualitatives obtenues auprès des banques dans le cadre d'enquêtes les invitant à dire si elles sont devenues plus tolérantes à l'égard du risque durant une période donnée. Malheureusement, on ne dispose pas au Canada de données d'enquête aussi détaillées concernant les banques¹⁵.

L'analyse empirique du marché canadien des prêts consortiaux confirme néanmoins les observations faites en Europe, en Amérique du Sud et aux États-Unis, à savoir qu'une hausse de la propension à prendre des risques peut favoriser une baisse relative du coût des emprunts bancaires pour les clients à risque lorsque le loyer de l'argent reste durablement bas. Cette relation semble présente dans des pays dotés de cadres économiques et institutionnels différents. Ces résultats ouvrent la voie à un examen plus approfondi de la manière dont la variation de la taille et des taux des prêts attribuable à une augmentation de l'appétit pour le risque peut influencer, le cas échéant, sur l'économie réelle.

◀ *Une hausse de la propension à prendre des risques peut favoriser une baisse relative du coût des emprunts bancaires pour les clients à risque lorsque le loyer de l'argent reste durablement bas.*

Conclusion

L'idée que la persistance de bas taux d'intérêt (et d'une faible volatilité) ait pu être l'un des facteurs de la récente crise financière a déclenché un débat parmi les décideurs, praticiens et chercheurs autour des effets réels de la politique monétaire sur les incitations à la prise de risque.

Il est essentiel de mieux comprendre le rôle du canal de la prise de risque dans la transmission de la politique monétaire. D'abord, si la présence d'un tel canal est de nature à amplifier l'effet de la politique monétaire à travers les bilans et le crédit bancaire, il faut absolument en tenir compte pour évaluer l'incidence d'une politique monétaire expansionniste. Ensuite, de longues périodes de bas taux d'intérêt peuvent favoriser le relâchement

¹⁵ L'enquête de la Banque du Canada auprès des responsables du crédit permet de recueillir des renseignements sur les pratiques des institutions financières canadiennes en matière de prêt aux entreprises. Elle vise en particulier à sonder les répondants concernant l'évolution des modalités tarifaires et non tarifaires des prêts ainsi que sur des questions d'actualité qui intéressent la Banque. Les données réunies ne sont pas décomposées par banque.

des politiques des banques en matière de crédit et le développement de déséquilibres financiers imputables à une montée de l'appétit pour le risque, à moins que des réglementations microprudentielles et macroprudentielles adéquates ne soient en place. Les banques centrales ont approuvé le renforcement de la surveillance de la prise de risque dans les établissements bancaires et l'élaboration de mesures macroprudentielles comme principaux remparts contre l'apparition de tels déséquilibres financiers.

Il est difficile de se fonder sur la variation des écarts observés dans les coûts d'emprunt et dans la taille des prêts octroyés aux emprunteurs à risque et aux autres emprunteurs pour déterminer empiriquement si l'appétit pour le risque a augmenté, car cette variation peut tenir à d'autres facteurs que cet appétit. Les résultats de travaux où l'estimation de la propension à prendre des risques repose sur l'évolution du prix et du volume des crédits doivent donc être interprétés avec circonspection. La recherche a néanmoins progressé et indique que le canal de la prise de risque peut se manifester sur le marché des prêts commerciaux de plusieurs pays, y compris le Canada. Il convient de souligner qu'aucune des études considérées ne s'appuie sur la définition d'un niveau de risque optimal qui permettrait de repérer si la prise de risque est ou non excessive. Ces études mettent plutôt en évidence des résultats empiriques compatibles avec l'existence d'une prise de risque élevée dans l'octroi de crédit bancaire lorsque les taux d'intérêt demeurent bas.

Pour mieux cerner l'incidence économique globale de ce canal, il conviendrait d'examiner également si la persistance de faibles taux d'intérêt peut aiguïser l'appétit pour le risque en dehors du secteur bancaire — parmi les sociétés d'assurance, les caisses de retraite et les fonds communs de placement. De plus amples recherches sont nécessaires pour déterminer si diverses catégories d'agents économiques deviennent plus enclins à prendre des risques en contexte de maintien durable de bas taux d'intérêt.

Ouvrages et articles cités

Adrian, T., et H. S. Shin (2010). « Liquidity and Leverage », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 19, n° 3, p. 418-437.

Banque du Canada (2011). *Reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation : document d'information — novembre 2011*.
Internet : http://www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2011/11/background_nov11-f.pdf.

Bernanke, B. S., et M. Gertler (1995). « Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission », *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, n° 4, p. 27-48.

Boivin, J. (2011). *Le mode de pensée des gens et son importance*, discours prononcé devant l'Association canadienne de science économique des affaires, Kingston (Ontario), 23 août.

Boivin, J., T. Lane et C. Meh (2010). « La place de la politique monétaire dans la lutte contre les déséquilibres financiers », *Revue de la Banque du Canada*, été, p. 27-41.

- Borio, C., et H. Zhu (2008). *Capital Regulation, Risk-Taking and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism?*, document de travail n° 268, Banque des Règlements Internationaux.
- Carney, M. (2010). *Vivre en période prolongée de bas taux d'intérêt*, discours prononcé devant l'Economic Club of Canada, Toronto (Ontario), 13 décembre.
- Damar, H. E., C. Meh et Y. Terajima (2010). *Leverage, Balance Sheet Size and Wholesale Funding*, document de travail n° 2010-39, Banque du Canada.
- Gambacorta, L. (2009). « Monetary Policy and the Risk-Taking Channel », *BIS Quarterly Review*, décembre, p. 43-53.
- Ioannidou, V., S. Ongena et J. L. Peydró (2009). *Monetary Policy, Risk-Taking and Pricing: Evidence from a Quasi-Natural Experiment*, Université de Tilburg, coll. « CentER Discussion Papers », n° 2009-31S.
- Jiménez, G., S. Ongena, J. L. Peydró et J. Saurina (2008). *Hazardous Times for Monetary Policy: What Do Twenty-Three Million Bank Loans Say About the Effects of Monetary Policy on Credit Risk-Taking?*, document de travail n° 833, Banque d'Espagne.
- Macklem, T. (2002). « Les éléments d'information et d'analyse préalables à la prise des décisions de politique monétaire », *Revue de la Banque du Canada*, été, p. 11-19.
- Paligorova, T., et J. A. C. Santos (2012). *When Is It Less Costly for Risky Firms to Borrow? Evidence from the Bank Risk-Taking Channel of Monetary Policy*, document de travail n° 2012-10, Banque du Canada. Une version mise à jour de ce document, intitulée *Monetary Policy and Bank Risk-Taking: Evidence from the Corporate Loan Market*, est accessible à l'adresse http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1991471.
- (à paraître). *Do Banks Export Risk Taking in Times of Low Interest Rates?*, document de travail, Banque du Canada.
- Rajan, R. G. (2006). « Has Finance Made the World Riskier? », *European Financial Management*, vol. 12, n° 4, p. 499-533.
- Sarno, L., et M. P. Taylor (2008). *The Economics of Exchange Rates*, Cambridge (Royaume-Uni), Cambridge University Press.
- Sufi, A. (2007). « Information Asymmetry and Financing Arrangements: Evidence from Syndicated Loans », *The Journal of Finance*, vol. 62, n° 2, p. 629-668.
- Taylor, J. B. (2009). *The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong*, document de travail n° 14631, National Bureau of Economic Research.