



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

! CÉLÉBRONS 75 ANS
! CELEBRATING 75 YEARS

**Discours prononcé par Timothy Lane
sous-gouverneur à la Banque du Canada
devant l'Association CFA Winnipeg
Winnipeg (Manitoba)
le 22 juin 2010**

LE TEXTE PRONONCÉ FAIT FOI

Les risques pour la stabilité financière du Canada dans un monde incertain

Bonjour. Je suis heureux de vous rencontrer aujourd'hui.

Les événements récents ont mis en lumière le fait que, en matière de finance et d'économie, l'interdépendance est très souvent la règle à l'échelle du globe. Tout au long de son histoire, le Canada a été fortement influencé par ce qui se passe à l'extérieur de ses frontières. C'est là une réalité que les Manitobains, en particulier, connaissent très bien. Les vagues d'immigration, les brusques variations des cours des matières premières, la Grande Dépression, les deux guerres mondiales et les progrès technologiques ont tous eu d'énormes répercussions ici. Et plus récemment, la crise financière mondiale nous a rappelé brutalement que les grands chocs, peu importe leur provenance, affectent tout le monde, même les citoyens des pays où les facteurs fondamentaux sont sains.

Les réalités mondiales et leur incidence sur le système financier canadien alimentent en grande partie le contenu de la dernière livraison de la *Revue du système financier*, que la Banque du Canada a fait paraître hier. Dans cette publication, la Banque cerne et évalue les risques et les vulnérabilités liés au système financier. Ce faisant, elle cherche à promouvoir un débat éclairé sur différentes questions et évolutions importantes, et à favoriser ainsi la résilience à long terme du système financier canadien.

Aujourd'hui, j'aimerais aborder deux enjeux examinés dans la *Revue du système financier*, qui, directement ou indirectement, présentent des risques pour la stabilité financière, à savoir la dette souveraine et les déséquilibres macroéconomiques mondiaux. S'ils sont tous deux de nature « mondiale », ces enjeux devront néanmoins être gérés aussi bien à l'échelon national qu'à l'échelon international. C'est pourquoi ils sont au cœur des discussions actuelles du G20, y compris celles qui ont lieu cette semaine à Toronto.

Je commencerai par un bref survol de l'économie canadienne, pour voir où nous en sommes et ce que l'avenir semble nous réserver. Puis, je m'étendrai sur les deux enjeux que je viens d'évoquer. Enfin, je me ferai un plaisir de recevoir vos questions et commentaires.

L'économie canadienne

La reprise économique est engagée à l'échelle mondiale, mais elle s'avère inégale. Dans les économies de marché émergentes, la croissance est vigoureuse; de fait, elle l'est davantage qu'on ne s'y attendait il y a quelques mois. Parallèlement, dans la plupart des économies avancées, le redressement est modéré et fortement tributaire des mesures de relance monétaire et budgétaire exceptionnelles mises en place. Ces derniers mois, les inquiétudes au sujet de la dette souveraine en Europe ont assombri les perspectives de reprise sur ce continent. Jusqu'ici, ces inquiétudes ont eu peu d'effets sur notre pays – elles ont surtout provoqué une modeste baisse des prix des produits de base et un léger durcissement des conditions financières –, mais elles présentent un important risque pour la relance.

Au Canada, la reprise économique se révèle un peu plus rapide que prévu. La croissance a été très vive au cours des deux derniers trimestres, bien que l'on s'attende à ce qu'elle ralentisse à partir de celui-ci. Plusieurs facteurs favorisent la reprise : la détente monétaire et budgétaire, l'amélioration des conditions financières, l'accélération de l'activité économique à l'échelle mondiale, la bonification des termes de l'échange et le regain de confiance de la part des entreprises et des consommateurs. Dans le même temps, la vigueur persistante du dollar canadien, la piètre tenue du pays au chapitre de la productivité relative et le bas niveau, en chiffres absolus, de la demande américaine contribuent à freiner la reprise. La Banque du Canada prévoit que le rythme de progression du PIB atteindra 3,7 % en 2010, avant de ralentir graduellement pour s'établir à 3,1 % en 2011 et à 1,9 % en 2012. L'inflation devrait avoisiner la cible de 2 % tout au long de cette période.

À la lumière de ces perspectives, la Banque a indiqué à la fin d'avril que la détente monétaire exceptionnelle qu'elle avait procurée depuis le début de la crise financière et durant la récession devenait moins nécessaire. Le 1^{er} juin, elle a relevé son taux directeur de 1/4 de point de pourcentage pour le porter à 1/2 %, ce qui, bien entendu, laisse les taux d'intérêt à un niveau encore très expansionniste. Mais en raison des incertitudes – en particulier celles émanant de l'Europe –, nous avons pris soin de souligner que le moment où l'on procéderait à de nouvelles réductions du degré de détente monétaire et l'ampleur de celles-ci seraient fonction de l'évolution des perspectives de l'activité économique et de l'inflation. Au moment de prendre ces décisions, nous continuerons d'axer nos efforts sur la réalisation de la cible d'inflation de 2 %.

Dans nos décisions de politique monétaire, nous tenons compte des risques pesant sur les perspectives économiques, tant à la hausse qu'à la baisse. Quand il s'agit d'évaluer la stabilité financière, les risques à la baisse sont notre principal point de mire. Si vous me le permettez, je traiterai donc maintenant de deux sources de risques qui pourraient influencer sur la santé et la stabilité du système financier, ici et à l'étranger. Commençons par la dette souveraine.

La dette souveraine

La dette souveraine et les déficits budgétaires insoutenables sont depuis quelque temps au cœur de l'actualité économique mondiale. Les inquiétudes à propos de la dette souveraine se sont attisées ces derniers mois dans plusieurs pays européens. Mais dans les années à venir, de nombreux pays avancés vont devoir relever des défis considérables pour atteindre et maintenir

une situation budgétaire viable. Au Canada, nous avons la chance que cette tâche soit plus facilement gérable qu'ailleurs, et il nous faut faire preuve d'une détermination sans relâche.

Les problèmes actuels concernant la dette souveraine ont été aggravés et poussés à leur paroxysme par la crise financière et la récession mondiales. Bien entendu, lorsque la crise a éclaté, un certain nombre de pays affichaient déjà une situation budgétaire précaire, mais celle-ci s'est nettement détériorée depuis. Ce résultat tient en partie à l'aide directe fournie par de nombreux gouvernements pour renflouer des institutions financières en difficulté. On ne sait pas encore à combien s'élèvera le montant final de cette aide, mais la facture risque d'être très élevée. Les mesures substantielles de relance budgétaire adoptées dans tous les grands pays pour atténuer les effets de la récession constituent un autre élément important à cet égard. Et, bien sûr, la baisse des recettes fiscales, due à la récession, a ajouté considérablement au problème.

Tant l'aide apportée au système financier que les mesures de relance budgétaire étaient nécessaires; en effet, l'inaction aurait été pire encore. Lorsque la dépense du secteur privé n'a plus suffi à soutenir la croissance, les gouvernements ont dû intervenir pour combler le vide. Mais il en est résulté un déplacement de l'accroissement de la dette du secteur privé vers le secteur public.

La dette souveraine grandissante constitue une source de risque pour deux raisons principales. Premièrement, les niveaux élevés d'endettement public ont tendance à limiter la croissance économique¹. Deuxièmement, lorsque les inquiétudes au sujet de la dette souveraine s'intensifient – même si elles se limitent à quelques pays –, leurs effets peuvent se faire sentir dans tout le système financier. Ces effets sont dus à l'importance fondamentale des engagements des administrations publiques au sein du système financier. Les titres de créance émis par l'État sont généralement considérés comme des actifs sans risque et très liquides, qui sont détenus par des institutions financières et des investisseurs particuliers et qui servent de point de référence pour la valorisation d'autres actifs financiers. Que se passe-t-il, alors, quand ces actifs sont jugés risqués et qu'ils deviennent de plus en plus illiquides (comme on l'a vu lorsque les marchés européens de la dette souveraine se sont paralysés, au début de mai)?

Considérons d'abord la chaîne d'exposition au risque de crédit, qui va des porteurs de ces titres d'État à leurs créanciers, puis aux créanciers de ceux-ci, et ainsi de suite. Comme bon nombre de ces expositions sont inconnues, l'incertitude quant à savoir qui détient le risque peut se traduire par une hausse brutale du risque de contrepartie perçu et, partant, influencer sur les décisions de financement à court terme. En conséquence, les marchés de financement deviennent de plus en plus illiquides, les écarts de taux se creusent et l'accessibilité au financement se réduit.

¹ Voir Carmen M. Reinhart et Kenneth S. Rogoff, *Growth in a Time of Debt*, à l'adresse http://www.economics.harvard.edu/faculty/rogoff/files/Growth_in_Time_Debt.pdf : « ... alors que le lien entre la croissance et la dette semble relativement faible à des niveaux d'endettement "normaux", les taux de croissance médians pour les pays dont la dette publique dépasse 90 % du PIB sont d'environ 1 % plus bas qu'autrement; les taux de croissance moyens sont de plusieurs points de pourcentage inférieurs. Curieusement, le lien entre la dette publique et la croissance est remarquablement similaire dans les marchés émergents et les économies avancées. » [traduction] (page 2).

Enfin, on assiste à une aversion généralisée pour le risque, ce qui entraîne une baisse des prix des actifs risqués, y compris les devises et les produits de base. Nous avons pu observer tous ces canaux de transmission à l'œuvre en Europe au début de mai. Si la situation s'était détériorée davantage, les répercussions sur les conditions financières au Canada ou ailleurs auraient pu être profondes.

Les autorités ont réagi à la tourmente qui secouait les marchés européens par une intervention musclée. Dans les pays touchés, comme dans le cas de la plupart des crises de la dette souveraine, le problème est double : se posent à la fois la difficulté à court terme de reconduire la dette et celle à moyen terme d'atteindre une position budgétaire viable. Évidemment, ces deux difficultés se renforcent l'une l'autre : le scepticisme des marchés concernant la position budgétaire à moyen terme vient compliquer la reconduction de la dette, tandis que la hausse des coûts de refinancement de la dette rend plus ardue la réalisation de l'équilibre des finances publiques. Par conséquent, il convient de s'attaquer à ces deux problèmes de manière crédible. On s'emploie en ce moment à résoudre celui du financement à l'aide des vastes plans de financement offerts par les pouvoirs publics européens et le Fonds monétaire international. Le défi budgétaire à moyen terme, quant à lui, nécessitera des décisions difficiles, des ajustements douloureux et de la persévérance.

L'austérité budgétaire qu'exige une telle situation présente toutefois un profond dilemme. Un tel ajustement peut nuire à la reprise économique. Par contre, comme je l'ai déjà souligné, dans les pays où les inquiétudes à propos de la dette souveraine sont devenues prédominantes, l'absence d'ajustement aura des effets financiers néfastes, ce qui entravera aussi la reprise. En théorie, on pourrait échapper à ce dilemme en s'engageant à n'opérer des ajustements majeurs que plus tard, une fois que l'économie se portera mieux, mais les promesses d'actions futures suffisent rarement à convaincre les marchés. La solution consiste généralement à prendre le taureau par les cornes : donner un coup d'envoi audacieux en prenant d'importantes mesures structurelles qui auront des effets durables sur la situation budgétaire. Les réformes des régimes de retraite qui ont été entreprises dans certains pays européens en sont un bon exemple.

Il se pose néanmoins un problème pour l'économie mondiale. Depuis quelques mois, on se préoccupe des risques associés au « transfert » de la demande publique à la demande privée. On redoute qu'en mettant fin aux stimulants budgétaires avant que le secteur privé ait gagné suffisamment de vigueur, la reprise économique mondiale ne s'essouffle. Voilà pourquoi il est nécessaire que les mesures d'austérité budgétaire se déroulent à un rythme qui soit compatible avec une reprise continue.

Jusqu'ici, j'ai surtout parlé de deux canaux par lesquels le niveau excessif de la dette souveraine à l'échelle du globe est susceptible d'engendrer un risque pour le système financier ici, au Canada : les conditions de liquidité et de financement plus difficiles, et les perspectives moins prometteuses de l'économie mondiale. Ce sont là deux des cinq sources de risques examinées dans la plus récente livraison de la *Revue du système financier*. J'aimerais maintenant passer à une troisième source de risques connexe : les déséquilibres macroéconomiques mondiaux.

Les déséquilibres mondiaux

L'existence d'importants déséquilibres de la balance courante au sein de grandes économies a joué un rôle déterminant dans la crise financière mondiale et la récession qui a suivi. Ces déséquilibres mondiaux se reflétaient dans les niveaux d'épargne élevés ainsi que dans les excédents persistants des balances courantes de la Chine et de nombreux autres pays d'Asie, lesquels sont contrebalancés par les dépenses des ménages et des gouvernements alimentées par le crédit, ainsi que par les déficits considérables et soutenus de la balance courante des États-Unis et de quelques autres économies occidentales.

Ces déséquilibres n'ont pas été directement à l'origine de la crise, mais ils ont concouru à son ampleur et à son intensité. Au cours des années qui ont précédé la crise, les taux d'épargne élevés dans les pays qui affichaient un excédent, combinés à des taux de change inflexibles, ont aidé à garder les taux d'intérêt à un bas niveau à l'échelle mondiale, ce qui a incité les consommateurs et les gouvernements dans certaines économies avancées à s'endetter plus qu'ils ne l'auraient dû. Les faibles taux d'intérêt ont aussi mené à une « quête de rendement », c'est-à-dire à l'acquisition d'actifs plus risqués par les investisseurs et les institutions financières. Parallèlement, les titres de créance étaient reconditionnés de différentes façons, sous forme de produits parfois difficiles à comprendre et souvent illiquides, qui ont été distribués dans l'ensemble du système financier. Bon nombre de ces produits se sont effondrés durant la crise, entraînant ainsi des conséquences désastreuses. Les déséquilibres mondiaux se sont traduits par une fragilité financière, parce que le système financier de nombreux pays présentait aussi des faiblesses fondamentales, dont des lacunes au chapitre de la surveillance et de la réglementation de même qu'une gestion inadéquate des risques au sein des institutions financières. L'un des principaux objectifs du programme du G20 consiste justement à résoudre ces faiblesses.

Les déséquilibres mondiaux se sont beaucoup atténués ces quelques dernières années. Toutefois, cette amélioration tient en grande partie à l'effet, temporaire, de la récession et aux politiques adoptées pour la contrer. Aux États-Unis notamment, le taux d'épargne s'est accru, les ménages tentant de compenser la perte de richesse immobilière et boursière qu'ils avaient subie. En Chine, des mesures de relance substantielles ont dynamisé la demande intérieure, y compris les dépenses de consommation et les infrastructures. De plus, la baisse marquée des cours des produits de base par rapport au sommet atteint en 2008 a contribué de manière importante à l'atténuation des déséquilibres mondiaux.

Ce qui est préoccupant, par contre, c'est que les déséquilibres mondiaux semblent se creuser de nouveau à mesure que la reprise gagne du terrain, et que leur nature se modifie. Alors qu'avant la crise, ils correspondaient principalement au niveau insoutenable des dépenses des ménages aux États-Unis, ces déséquilibres reflètent maintenant de plus en plus le niveau insoutenable des déficits publics dans bon nombre de pays.

De toute évidence, une « rotation de la demande » s'impose : la dépense intérieure doit augmenter dans les pays qui affichent un excédent et baisser dans les pays qui accusent un déficit. Ces ajustements doivent s'accompagner d'un rééquilibrage des taux de change, c'est-à-dire d'une dépréciation du dollar américain par rapport aux monnaies asiatiques, pour favoriser l'ajustement correspondant des comptes courants. À cet égard, la décision annoncée récemment

par la Chine d'accroître la flexibilité de son taux de change représente un important pas en avant; sa pleine mise en œuvre contribuera à une croissance économique mondiale forte, durable et équilibrée.

En l'absence de ces changements de fond nécessaires, trois grands risques guettent le système financier et l'économie du globe. Le premier est que le statu quo devienne de plus en plus insoutenable. Si la demande intérieure ne se raffermi pas dans les pays en excédent, les États-Unis et d'autres pays déficitaires auront du mal à priver leur économie des stimulants budgétaires. La taille de la dette publique par rapport à celle de ces économies risquerait alors de s'accroître, ce qui ne pourrait pas durer indéfiniment. Ces niveaux d'endettement plus élevés auraient tendance à pousser à la hausse les taux d'intérêt à long terme, à la fois en faisant augmenter la demande concernant les fonds disponibles et en alimentant les préoccupations quant à la résorption d'une dette qui ne cesse de s'alourdir. Récemment, la Banque du Canada a examiné les implications de ce scénario du statu quo pour la croissance mondiale. Après une relance de courte durée, le taux d'expansion de l'économie mondiale reculerait régulièrement, passant de 4 % en moyenne durant la période 2002-2007 à moins de 3 % en 2013. De plus, les déséquilibres macroéconomiques continueraient de s'accroître, menaçant d'engendrer une autre crise.

Le deuxième risque a trait à la possibilité que l'ajustement soit asymétrique. S'il n'y a pas d'accroissement de la demande dans les pays en excédent, les pays déficitaires pourraient quand même être forcés à réduire leur déficit budgétaire à cause des marchés. Dans ce cas, la demande serait déficiente à l'échelle mondiale. Comme la politique monétaire est sous la contrainte de la borne du zéro, on pourrait connaître une période de déflation. Par conséquent, les taux d'intérêt réels augmenteraient, l'assainissement des finances publiques se compliquerait et la croissance stagnerait.

Le troisième risque concerne un ajustement désordonné des taux de change. Si l'intensification des préoccupations relatives au compte courant des États-Unis déclençait une modification des portefeuilles aux dépens du dollar américain, l'ajustement des taux de change qui en découlerait pourrait dépasser le niveau nécessaire pour ramener les comptes courants à des niveaux soutenables. Si cela se produisait, il est probable que les ondes de choc se propageraient dans l'ensemble du système financier mondial, ce qui serait préjudiciable à l'économie du globe. Un tel ajustement ne s'est pas opéré durant la récente crise financière; au contraire, l'aversion accrue pour le risque que l'on a observée s'est traduite par une modification en faveur d'actifs libellés en dollars américains et donc par une appréciation de cette monnaie. L'ajustement désordonné des taux de change demeure cependant l'un des risques importants associés aux déséquilibres mondiaux.

C'est à cause de ces risques que le G20 met tellement l'accent sur des politiques qui favorisent une croissance forte, durable et équilibrée, conjuguées à des mesures visant à rehausser la robustesse du système financier mondial. La rotation de la demande requise pour atteindre cet équilibre nécessite des changements de fond tant dans les pays accusant un déficit que dans ceux enregistrant un excédent. Elle suppose également d'assouplir les régimes de change, ce qui faciliterait l'ajustement aux déséquilibres actuels ainsi qu'aux chocs économiques futurs.

Comment cet ajustement peut-il s'opérer? Le G20 a réalisé une avancée notable en ce sens par l'établissement d'un processus d'évaluation mutuelle, maintenant en cours, dans le cadre duquel les pays membres veilleront à ce que « les politiques menées par chaque pays du G20 forment un ensemble cohérent avec des trajectoires de croissance de l'économie mondiale plus durables et plus équilibrées »². Chaque pays soumettra ses politiques à l'évaluation des autres membres du G20, en vue de promouvoir la cohérence des politiques macroéconomiques. Le détail de ce processus reste à mettre au point, mais ce qui compte le plus, c'est de *mettre en œuvre* les changements de fond qui s'imposent, et rapidement. Si nous ne le faisons pas, nous resterons sur la même trajectoire risquée et insoutenable.

Conclusion

Permettez-moi de conclure.

Le système financier apporte une contribution vitale à notre bien-être. Un système financier *solide*, c'est-à-dire stable, efficient et résistant aux chocs, est crucial pour le bon fonctionnement de l'économie.

Bien que le système financier mondial soit plus fort qu'il ne l'était durant la crise, des risques et des vulnérabilités subsistent. Le programme de réforme financière et macroéconomique du G20 est judicieux et ambitieux. Il trace la voie pour établir des assises solides. Mais il est maintenant temps de passer à l'action.

Nous devons nous garder d'un excès de confiance. Même si, au Canada, nous nous sommes relativement bien tirés d'affaire pendant la crise, nous ne sommes pas à l'abri des risques. Nous devons continuer d'accroître la résilience de notre propre système financier. C'est justement ce que la Banque s'emploie à faire, en collaboration avec ses partenaires. Elle poursuivra également ses travaux dans le cadre de forums internationaux afin de diminuer les risques systémiques au sein du système financier mondial. Les enjeux dont je viens de parler, la dette souveraine et les déséquilibres mondiaux, sont importants et doivent être résolus efficacement et sans délai. Notre bien-être futur en dépend.

² Voir le document intitulé *Sommet de Pittsburgh : Déclaration des chefs d'états et de gouvernements*, à l'adresse <http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0925-fr.html>.