



**Discours prononcé par Jean Boivin  
sous-gouverneur à la Banque du Canada  
devant l'Association CFA Montréal  
Montréal (Québec)  
le 28 mars 2011**

LE TEXTE PRONONCÉ FAIT FOI

## **La « Grande » Récession au Canada : perception et réalité**

### **Introduction**

Je suis très heureux d'avoir l'occasion aujourd'hui de prononcer ce discours – mon premier au Québec à titre de sous-gouverneur de la Banque du Canada – devant l'Association CFA Montréal. En tant qu'acteurs évoluant sur la scène financière québécoise et canadienne, vous êtes au cœur de la vie économique du pays. Et à ce chapitre, je ne vous apprend rien en disant que les dernières années ont été éprouvantes.

Il y a à peine trois ans, la crise financière était une source de préoccupation majeure partout dans le monde. Cette situation sans précédent a eu des répercussions graves et coûteuses que nous ressentons encore aujourd'hui.

Dans la foulée de cette crise, l'économie mondiale a connu une récession que l'on peut à juste titre qualifier de « grande ». L'activité économique dans les pays du G7 a chuté de plus de 5 %. Selon le FMI, le nombre de chômeurs dans le monde a bondi de plus de 30 millions, la majorité vivant dans les pays avancés<sup>1</sup>. Ce chiffre est impressionnant, surtout quand on pense qu'il est comparable à celui de l'ensemble de la population canadienne.

L'économie canadienne n'a pas été épargnée. Elle est toujours confrontée à des enjeux importants, et les risques entourant son évolution future restent élevés. Mais il n'en demeure pas moins que la situation économique au pays s'est améliorée depuis le déclenchement de cette crise, comme on peut le constater à Montréal, où la croissance a été la plus forte de tous les centres urbains canadiens. En effet, le Canada se place dans le peloton de tête du G7 au sortir de la récession. L'emploi et l'activité économique ont dépassé le niveau auquel ils se situaient avant cette dernière. Ayant parcouru ce bout de chemin, on peut maintenant se demander : Quelle a été véritablement l'ampleur de cette récession? Quelles en sont les leçons et les implications pour l'avenir?

L'objectif de mon discours aujourd'hui est de profiter du fait que ces événements sont encore relativement frais dans nos mémoires pour amorcer une réflexion à ce sujet. N'oublions pas

---

<sup>1</sup> M. Dao et P. Loungani (2010), *The Human Cost of Recessions: Assessing It, Reducing it*, coll. « IMF Staff Position Notes », n° SPN/10/17, Fonds monétaire international, 11 novembre.

cependant que ces réponses sont appelées à se préciser davantage avec le temps, à mesure que de nouvelles données et analyses seront disponibles<sup>2</sup>.

### **La récession en apparence**

De prime abord, répondre à ces questions peut paraître simple. Après tout, une récession se définit comme une baisse soutenue et généralisée de l'activité économique, dont le PIB est la mesure la plus générale. Notre tâche se résumerait donc à mesurer la baisse du PIB observée au cours de la dernière récession et à la comparer à d'autres épisodes au Canada ou ailleurs. Un jeu d'enfant, pourrait-on penser.

En effet, ce sera sans doute la première approche qu'adopteront nos descendants – peut-être de futurs économistes pas encore nés qui n'ont aucune idée de l'expérience que nous venons de vivre – pour étudier et comparer les cycles économiques au Canada. En examinant les choses sous cet angle, ils constateront que la récession de 2007-2009 ne semble pas plus grave que les récessions précédentes au Canada et qu'en fait, elle a été de plus courte durée (**Graphique 1**). Ce diagnostic leur semblera confirmé par le comportement de l'emploi : en effet, les pertes à ce chapitre ont été beaucoup moins importantes cette fois-ci et on a mis beaucoup moins de temps à regagner les emplois perdus que lors des autres récessions des 30 dernières années (**Graphique 2**).

Mais un diagnostic basé sur une lecture aussi étroite et mécanique des mesures statistiques de l'activité économique peut s'avérer erroné ou, à tout le moins, incomplet. Si nos descendants ont l'ouverture d'esprit nécessaire, ils seront peut-être amenés à se questionner en jetant un coup d'œil aux manchettes de l'époque :

« L'économie canadienne paralysée », *La Presse*, le 31 mai 2008.

« A Financial Drama With No Final Act In Sight », *The New York Times*, le 14 septembre 2008.

« Nous sommes au milieu d'une crise grave », *Le Droit*, le 25 septembre 2008.

« It Couldn't Get Worse, But It Did », *The New York Times*, le 12 octobre 2008.

« L'économie canadienne s'atrophie encore », *La Presse Affaires*, le 2 mars 2009.

« Nous étions au bord de la catastrophe », *Le Devoir*, le 18 juillet 2009.

En se fondant sur leur diagnostic initial, nos descendants pourraient alors se demander : Pourquoi donc tout cet émoi?

Espérons que cela piquera suffisamment leur curiosité pour les inciter à pousser leurs recherches un peu plus loin. Derrière cette perception initiale se cache une réalité beaucoup plus complexe. En fait, l'économie canadienne a affronté une tempête très violente mais, grâce à des mesures de

---

<sup>2</sup> Lors de la publication des comptes nationaux du premier trimestre de 2011 le 30 mai prochain, Statistique Canada procédera à des révisions historiques touchant les quatre dernières années.

précaution avisées prises par les différents membres de l'équipage et une navigation appropriée, notre navire est arrivé à bon port, endommagé bien sûr, mais toujours à flot.

## **L'économie mondiale au bord du précipice**

L'arrivée à bon port ne suffit pas pour juger de la sévérité de la tempête.

Reportons-nous à l'automne de 2008. Les ministres des Finances et les gouverneurs de banque centrale se réunissent à Washington. Les tensions et la colère sont palpables. Depuis que la bulle de crédit a éclaté en août 2007, on a vu la crise financière se répandre comme une traînée de poudre. La crise de liquidité se transforme en crise de solvabilité. En septembre 2008, la crise s'aggrave encore plus, devenant systémique et se propageant à l'ensemble du système financier américain. Les événements s'enchaînent à une vitesse effarante. En peu de temps, on assiste à la faillite de Lehman Brothers ainsi qu'à la nationalisation de « Fannie Mae » et de « Freddie Mac »<sup>3</sup>. La contagion atteint l'Europe, où des grandes banques britanniques, allemandes et belges font l'objet soit d'une nationalisation, soit d'un sauvetage. Les marchés boursiers affichent le recul le plus important observé en près de 75 ans.

Le spectre de la Grande Dépression des années 1930 se dessinait à l'horizon. On savait que les récessions qui succèdent à une crise financière sont généralement plus longues et difficiles, et qu'elles peuvent laisser des traces permanentes<sup>4</sup>.

## **Les implications pour le Canada**

Bien que le Canada n'ait pas été à l'épicentre de la crise, un tel virus financier peut se propager par plusieurs canaux de transmission. Évidemment, en ralentissant considérablement l'activité économique mondiale, la crise financière se fait sentir directement sur le secteur du commerce extérieur. Comme les trois quarts de nos exportations sont absorbées par les États-Unis, les expériences antérieures à cette récession ont montré que lorsque ces derniers éternuent, le Canada attrape le rhume (**Graphique 3**).

De plus, avec l'intégration grandissante des pays dans l'économie mondiale, les destins économiques des États sont maintenant encore plus étroitement interreliés, et davantage que ne le laisse supposer la taille de nos échanges commerciaux<sup>5</sup>. Une crise financière mondiale peut donc se répercuter sur le Canada non seulement par l'entremise des échanges commerciaux, mais aussi

---

<sup>3</sup> Officiellement, la Federal National Mortgage Association et la Federal Home Loan Mortgage Corporation.

<sup>4</sup> Dans la décennie qui suit une crise financière, la croissance annuelle du PIB est habituellement de un point de pourcentage plus faible et le taux de chômage de cinq points de pourcentage plus élevé. Voir C. Reinhart et V. Reinhart (2010), *After the Fall*, document de travail n° 16334, National Bureau of Economic Research. Récemment, la Banque, de concert avec des partenaires internationaux, a estimé que l'ensemble des coûts d'une crise financière pour l'économie sont équivalents à une baisse de 63 % du PIB. Voir Banque du Canada (2010), *Renforcement des normes internationales de fonds propres et de liquidité : évaluation de l'incidence macroéconomique pour le Canada*, août.

<sup>5</sup> Les analyses empiriques indiquent que les liens entre les pays sont particulièrement étroits lorsque ceux-ci affrontent simultanément le même choc. Voir par exemple J. Boivin et M. Giannoni (2008), « Global Forces and Monetary Policy Effectiveness », *International Dimensions of Monetary Policy*, sous la direction de J. Gali et M. Gertler, Chicago, University of Chicago Press.

en affaiblissant les marchés financiers, en ébranlant la confiance des ménages et des entreprises et en retardant les investissements en capital étant donné le climat d'incertitude élevée<sup>6</sup>.

### **La première phase : un ralentissement abrupt**

Pour toutes ces raisons, on devait s'attendre à un impact important de la crise financière mondiale au Canada. Et dans la première phase de ce cycle, cela a été le cas.

Lors de la dernière récession, le PIB a reculé de 3,3 % en trois trimestres. Par contraste, dans le même laps de temps, il avait fléchi de 2,2 % lors du cycle des années 1980 et de 1,9 % lors de celui des années 1990.

Une caractéristique importante de la plus récente récession est la chute spectaculaire des exportations. Ce sont elles qui ont été le plus durement touchées par rapport aux épisodes précédents. Elles ont reculé de 16 % en trois trimestres, alors que durant les récessions des années 1980 et 1990, le déclin le plus prononcé n'avait été que de 8 % (**Graphique 4**).

La plus récente récession a également eu des effets marqués sur l'investissement. Celui-ci a accusé un repli important et rapide de 22 % sur trois trimestres seulement (**Graphique 5**). Du jamais vu! Il avait fallu deux ans lors de la récession des années 1980 et trois ans durant celle des années 1990 pour enregistrer un recul à peu près comparable. Le repli de l'investissement cette fois-ci témoigne en partie de l'incertitude anormalement élevée planant alors sur l'économie mondiale.

Bref, la dernière récession s'est démarquée des précédentes par un ralentissement plus prononcé, entraîné par une baisse inhabituellement marquée des exportations et de l'investissement. Dans sa phase initiale, la crise au Canada a eu un impact un peu plus faible mais tout de même comparable à celui aux États-Unis et laissait entrevoir la possibilité d'une « grande » récession (**Graphique 6**).

### **La deuxième phase : une reprise rapide**

Malgré ce ralentissement abrupt, la reprise a été plus rapide que lors des récessions précédentes. Pourquoi?

La réponse ne se trouve ni du côté des exportations ni de celui de l'investissement. Alors que le PIB a retrouvé le sommet qu'il avait atteint avant la récession, l'investissement des entreprises et les exportations n'ont regagné, respectivement, que 45 % et 67 % du terrain perdu durant la récession.

Si la reprise a été plus rapide alors que la contribution de l'investissement et des exportations nettes était plus faible, il faut donc nécessairement que le soutien provenant des dépenses des ménages et des administrations publiques ait été particulièrement marqué. Et cela a été le cas :

---

<sup>6</sup> Des travaux récents effectués à la Banque du Canada montrent qu'empiriquement le canal financier joue un rôle clé dans la transmission des chocs en provenance des États-Unis. Voir K. Beaton et B. Desroches (2011), *Financial Spillovers Across Countries: The Case of Canada and the United States*, document d'analyse n° 2011-1, Banque du Canada, et K. Beaton, R. Lalonde et S. Snudden (2010), *The Propagation of U.S. Shocks to Canada: Understanding the Role of Real-Financial Linkages*, document de travail n° 2010-40, Banque du Canada.

les dépenses des ménages n'ont reculé que de 2 % entre 2009 et 2010, comparativement à 6 % lors des deux dernières récessions. La contribution des dépenses publiques à la croissance a été chaque année de plus de un point de pourcentage.

La vigueur beaucoup plus importante des dépenses des ménages et des administrations publiques cette fois-ci reflète la position avantageuse du Canada à l'aube de cette récession. La structure de l'économie canadienne avait déjà fait l'objet de rajustements majeurs. La situation financière des entreprises et des ménages était relativement saine et le système bancaire était solide, géré prudemment et bien doté en capital. Le cadre de conduite de la politique monétaire canadienne était crédible et éprouvé. Le pays jouissait d'une situation budgétaire favorable ainsi que d'un filet de sécurité sociale et d'un cadre réglementaire efficaces. De plus, les dépenses des ménages étaient soutenues par l'effet de richesse associé à une demande extérieure robuste pour nos matières premières et par l'amélioration des termes de l'échange.

Cette position avantageuse a fourni au Canada la flexibilité nécessaire pour pouvoir réagir énergiquement face à la crise sans miner la crédibilité de nos cadres de politiques publiques. C'est grâce à des mesures monétaires et budgétaires expansionnistes, prises de concert avec les autres pays du G20, que l'on a réussi à soutenir la demande intérieure et, ainsi, à contribuer de façon importante à la reprise.

### **Des enjeux importants qui persistent**

Au Canada, nous avons donc eu la chance d'avoir la marge de manœuvre nécessaire pour absorber efficacement les contrecoups de cette crise financière mondiale. Il est primordial de préserver cette marge de manœuvre étant donné les risques élevés à l'échelle du globe et les enjeux structurels liés à l'économie canadienne qui perdurent au-delà de la récession. Le niveau de vie que nous pourrions soutenir à moyen terme dépend en définitive de notre habileté à nous attaquer à ces enjeux.

Permettez-moi d'insister sur trois de ces enjeux : l'endettement des ménages, notre compétitivité internationale et, plus fondamentalement, notre productivité.

### **L'endettement des ménages**

Prenons tout d'abord l'endettement des ménages. Depuis le début de la reprise, le crédit aux ménages a enregistré un taux de croissance deux fois supérieur à celui du revenu disponible des particuliers et, à l'automne 2010, l'endettement des ménages atteignait un sommet inégalé de 147 % du revenu disponible (**Graphique 7**).

La situation financière relativement saine des ménages canadiens à l'aube de la Grande Récession a permis à l'économie canadienne de mieux absorber le choc à l'origine de celle-ci. Mais il faut s'assurer de conserver la marge de manœuvre nécessaire à l'avenir et de maintenir les dépenses des ménages sur une trajectoire viable. C'est ce qui nous amène à penser que le rythme de progression des dépenses des ménages devrait être davantage conforme à celui des revenus à l'avenir et on a récemment observé des signes en ce sens.

## La compétitivité internationale du Canada

Le deuxième enjeu a trait à notre compétitivité internationale. La lenteur du redressement des exportations s'explique en partie par le manque de vigueur de l'activité économique mondiale, mais aussi par l'érosion soutenue au cours de la dernière décennie de la compétitivité des entreprises canadiennes. Cette érosion est attribuable à l'appréciation du dollar canadien et à la piètre performance du Canada au chapitre de la productivité. Ainsi, les exportateurs canadiens voient leur part de marché reculer pour une large gamme de biens sur le marché américain, de loin le plus important pour le Canada, tandis que d'autres exportateurs, dont ceux de la Chine et du Mexique, y gagnent du terrain (**Graphique 8**).

À mesure que la croissance mondiale s'enracine, nous constatons les premiers signes d'un redressement des exportations. Mais, à ce stade-ci, la reprise des exportations demeure faible par rapport aux autres récessions. Et dans un environnement où la concurrence internationale s'intensifie, on ne peut s'attendre à ce que les forces qui ont provoqué une érosion persistante de notre compétitivité au cours des dix dernières années s'estompent simplement à la faveur de la reprise mondiale.

Cette situation met en relief l'impératif de diversifier nos marchés d'exportation et d'être concurrentiels non seulement vis-à-vis des producteurs américains, mais aussi relativement aux autres exportateurs étrangers.

## La productivité et l'investissement

Voilà qui m'amène au troisième enjeu. Notre compétitivité internationale repose en partie sur notre ingéniosité ou notre efficacité à produire, bref ce qu'on appelle la productivité. Mais au-delà de son impact sur notre compétitivité internationale, la productivité est un déterminant fondamental de notre bien-être économique. Pour qu'il y ait une amélioration de la productivité, il faut pouvoir compter sur l'investissement.

La lenteur du redressement de l'investissement dans ce cycle est particulièrement surprenante étant donné les conditions financières plutôt favorables : les taux d'intérêt restent bas et le taux de change élevé facilite l'importation de machines et de matériel.

Le degré d'incertitude particulièrement marqué pendant cette récession, notamment quant aux perspectives économiques mondiales, aurait contribué à freiner les investissements des entreprises. Cette incertitude n'est évidemment pas limitée à nos frontières. Le lien entre l'incertitude et les investissements des entreprises a été mis en évidence récemment, notamment pour les économies des États-Unis, de l'Allemagne et du Royaume-Uni<sup>7</sup>.

---

<sup>7</sup> Voir R. Bachmann, S. Elstner et E. Sims (2010), *Uncertainty and Economic Activity: Evidence from Business Survey Data*, document de travail n° 16143, National Bureau of Economic Research; N. Bloom (2007), *The Impact of Uncertainty Shocks*, document de travail n° 13385, National Bureau of Economic Research; et N. Bloom (2006), *Uncertainty and Investment Dynamics*, document de travail n° 12383, National Bureau of Economic Research. Les études sur la question remontent beaucoup plus loin dans le temps. Citons notamment celle de B. S. Bernanke (1983), « Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical Investment », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 98, n° 1, p. 85-106.

Mais le degré élevé d'incertitude n'explique qu'une partie du problème. Malgré le fait que les États-Unis aient connu une récession plus grave et aient été confrontés à un climat d'incertitude au moins aussi important qu'au Canada, l'évolution des investissements des entreprises canadiennes en machines et matériel s'est avérée moins favorable qu'aux États-Unis (**Graphique 9**). En 2009, les travailleurs canadiens disposaient en moyenne de seulement la moitié environ du capital en machines et matériel et en technologies de l'information et de la communication (TIC) dont bénéficiaient leurs homologues américains. Ce phénomène ne date pas d'hier. En effet, entre 1987 et 2009, les investissements du Canada, par travailleur, dans les machines et le matériel et dans les TIC représentaient en moyenne 77 % et 59 %, respectivement, de ceux consentis par les États-Unis.

Certes, depuis la fin de 2009, on a assisté à une hausse importante des investissements des entreprises. Mais il reste beaucoup de chemin à parcourir : moins de la moitié du recul inhabituellement marqué des investissements durant la récession a été comblée. Avec la mondialisation grandissante des marchés et les défis démographiques qui nous attendent, le maintien de notre niveau de vie passe par l'amélioration de notre productivité. Il faut continuer à innover et à investir dans des projets porteurs.

### **Conclusion : perception et réalité**

On aime bien dire que « mieux vaut prévenir que guérir ». Mais l'expérience récente au Canada montre aussi que prévenir peut aider à mieux guérir. Avant la Grande Récession, le Canada avait su prévenir en s'assurant d'une marge de manœuvre. Il avait ainsi tiré des leçons de ses expériences passées et s'était doté de cadres robustes de politiques publiques. Cette position solide, conjuguée à la situation relativement saine des ménages, nous a fourni la souplesse nécessaire pour atténuer considérablement les effets de cette secousse mondiale.

En examinant la récession de 2007-2009 au Canada hors de son contexte, de futurs économistes auront peut-être du mal à voir au-delà de leur perception initiale et à évaluer l'ampleur qu'elle a eue. Mais il s'en trouvera sûrement certains pour se douter que le comportement de l'activité économique pendant cette période reflète non seulement l'importance du choc, mais aussi notre habileté à l'absorber. La tempête que nous avons subie a été majeure. Nous ne pouvons pas perdre de vue qu'elle aurait pu se produire à un moment où nous étions plus vulnérables et moins flexibles. Les choses auraient pu alors prendre une tout autre tournure et avoir des conséquences désastreuses.

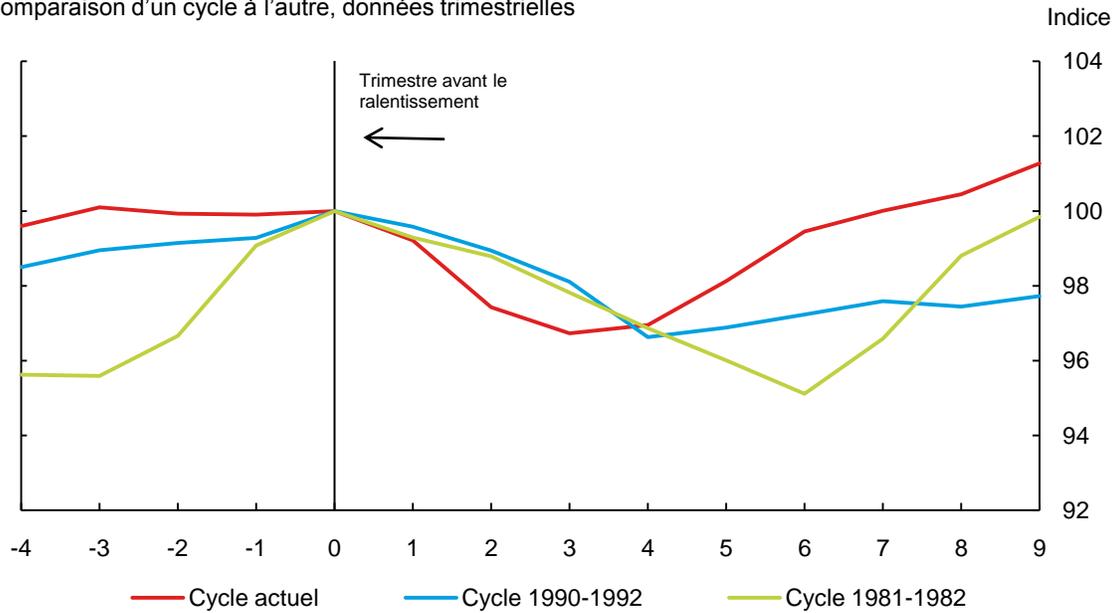
Il est réconfortant de constater que nous avons été collectivement en mesure de limiter les dégâts. Il faut poursuivre la stratégie qui nous a si bien servis : continuer à apprendre de nos expériences pour mieux prévenir et, si nécessaire, mieux guérir. Pour ce faire, nous devons nous attaquer sérieusement aux enjeux importants auxquels nous sommes confrontés.

Je vous remercie de votre attention.

## Annexe CFA Montréal

### Graphique 1 : Une baisse du PIB réel abrupte mais de plus courte durée

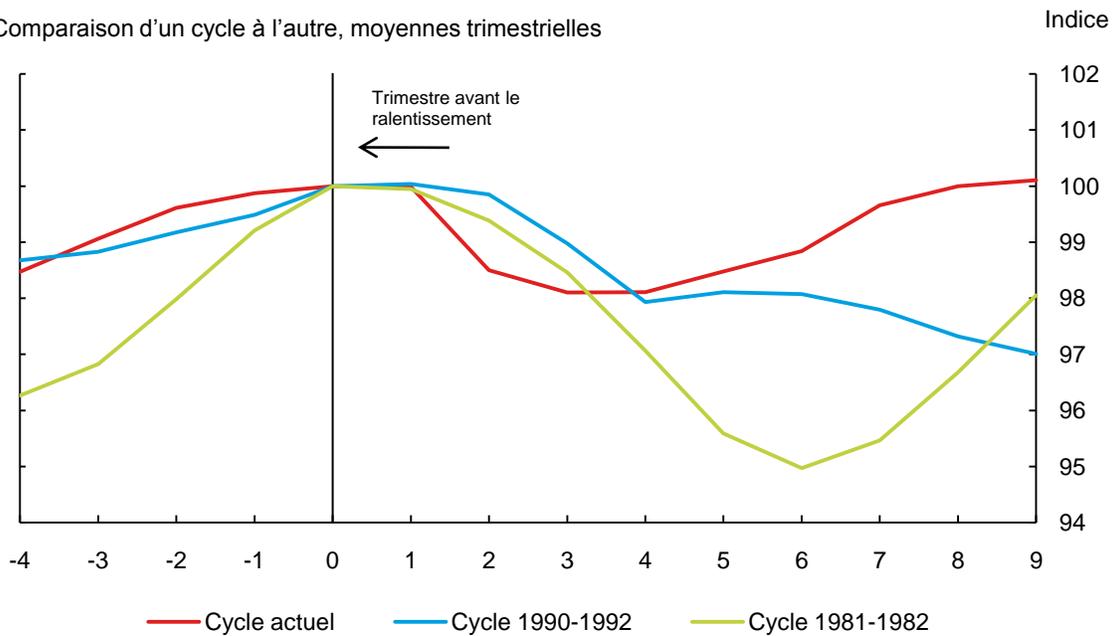
Comparaison d'un cycle à l'autre, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

### Graphique 2 : Des pertes d'emploi moins importantes

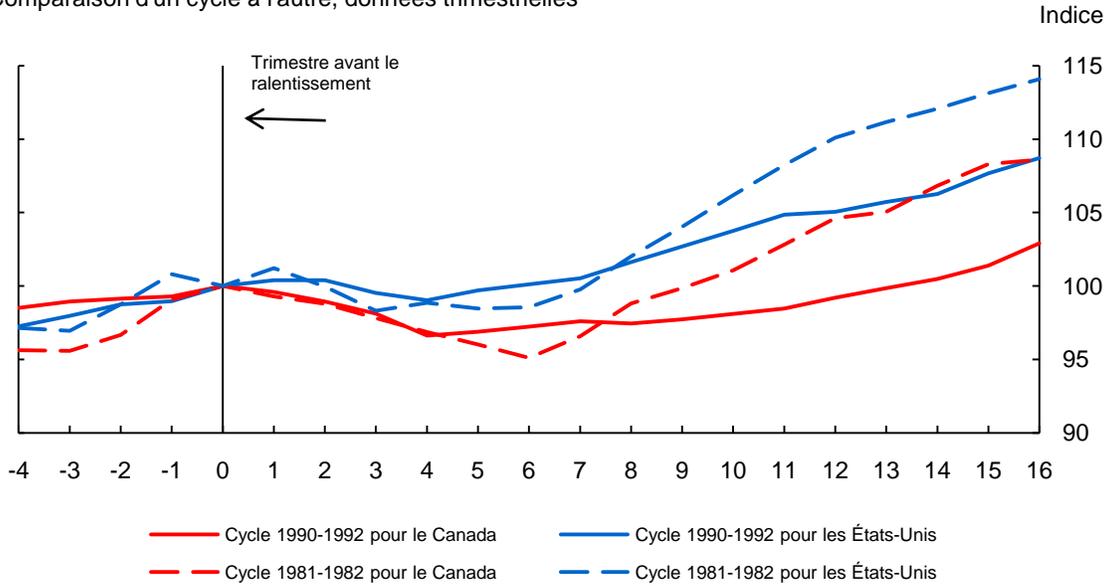
Comparaison d'un cycle à l'autre, moyennes trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

### Graphique 3 : PIB réel – Les États-Unis éternuent, le Canada attrape le rhume

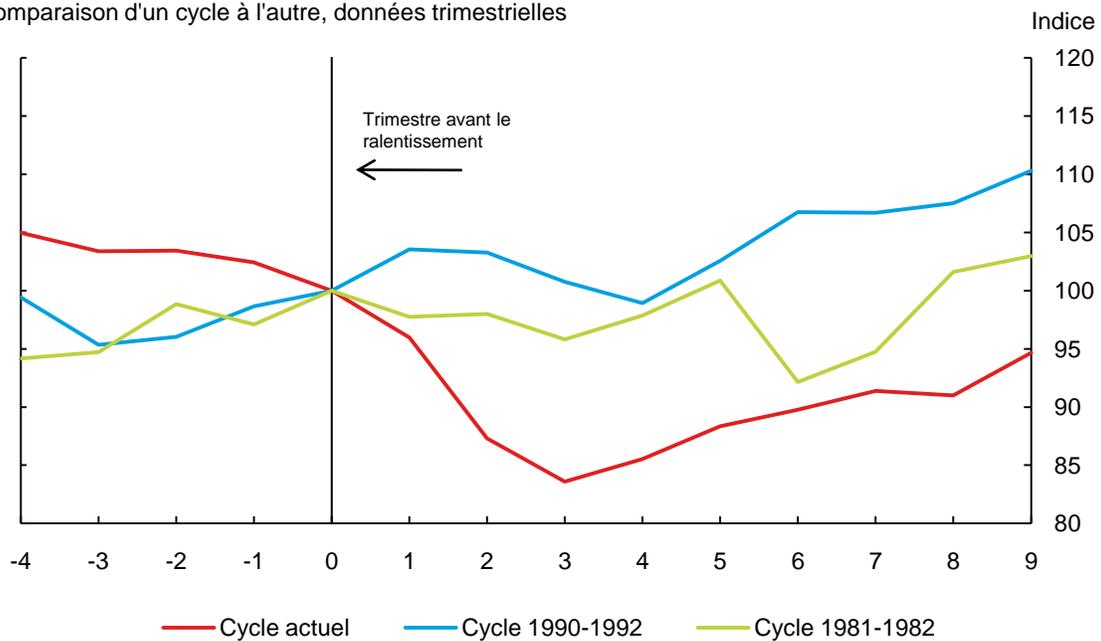
Comparaison d'un cycle à l'autre, données trimestrielles



Nota : Les dates des cycles sont fondées sur les cycles canadiens.  
Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

### Graphique 4 : Baisse historique des exportations réelles

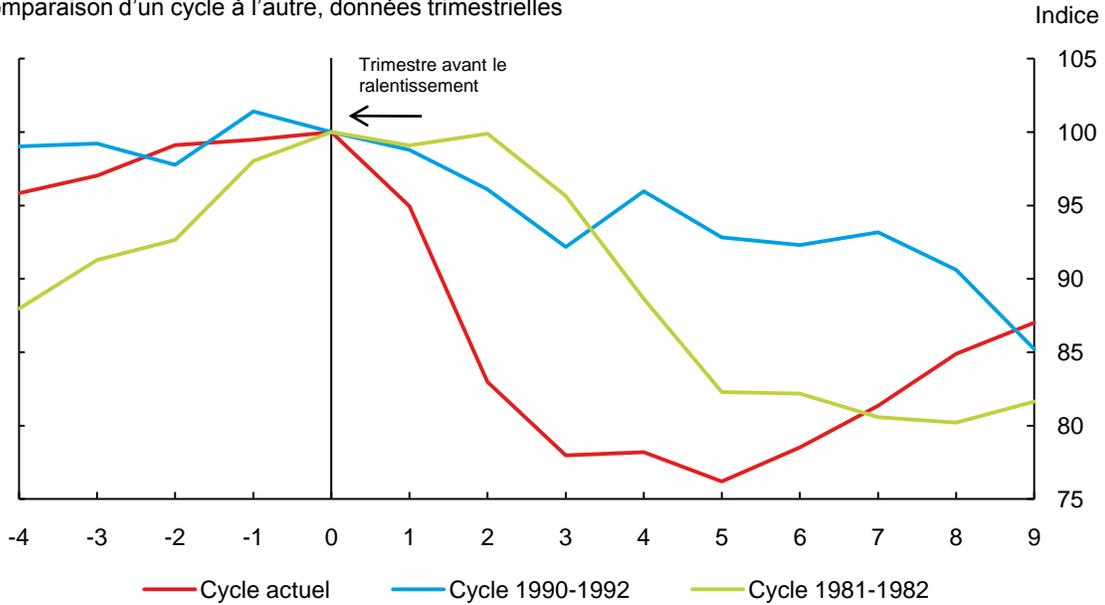
Comparaison d'un cycle à l'autre, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

## Graphique 5 : Plongeon des investissements fixes réels des entreprises

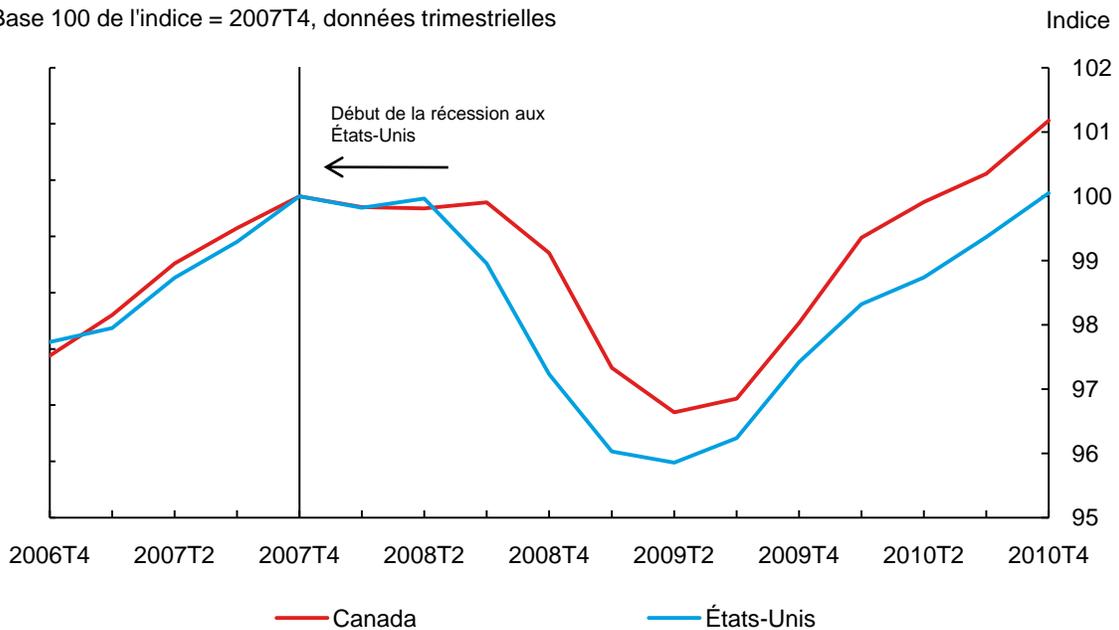
Comparaison d'un cycle à l'autre, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

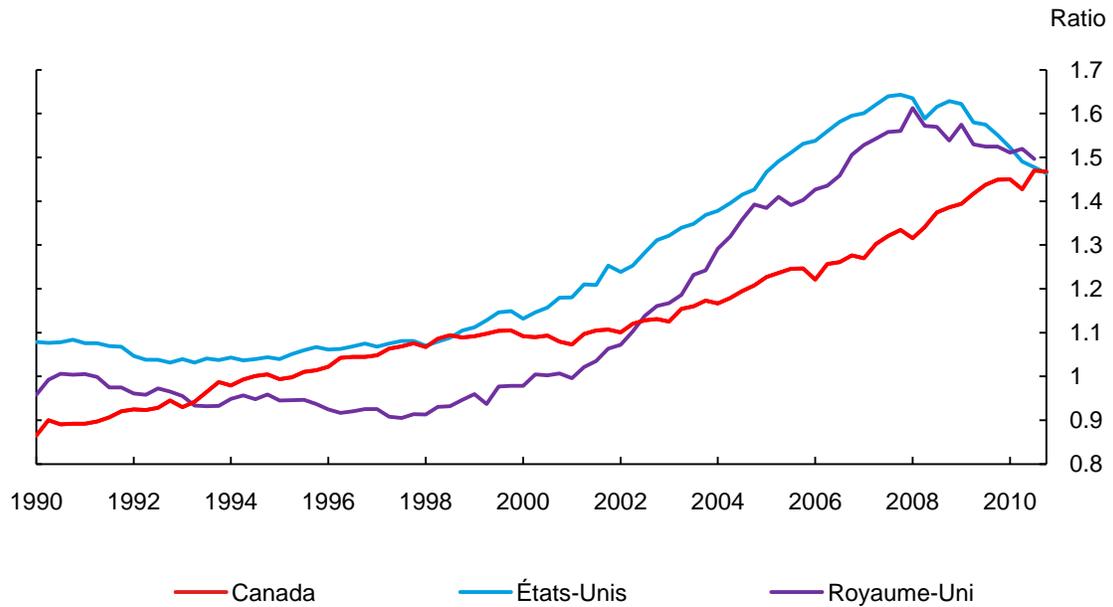
## Graphique 6 : Baisse de l'activité économique au Canada plus faible mais comparable à celle des États-Unis

Base 100 de l'indice = 2007T4, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada, Bureau of Economic Analysis des États-Unis et calculs de la Banque du Canada

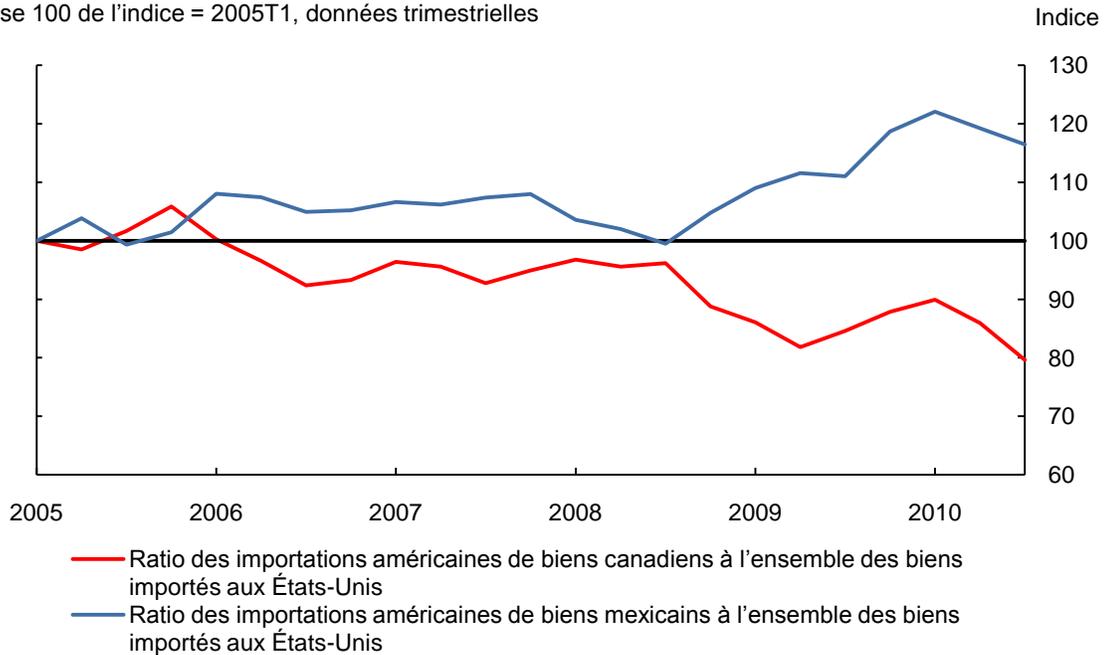
### Graphique 7 : L'endettement des ménages est élevé



Sources : Statistique Canada, Réserve fédérale des États-Unis et Office for National Statistics (Royaume-Uni) Dernière observation : Canada et États-Unis : 2010T4, Royaume-Uni : 2010T3

### Graphique 8 : Parts de marché américain : le Canada perd, le Mexique gagne

Base 100 de l'indice = 2005T1, données trimestrielles



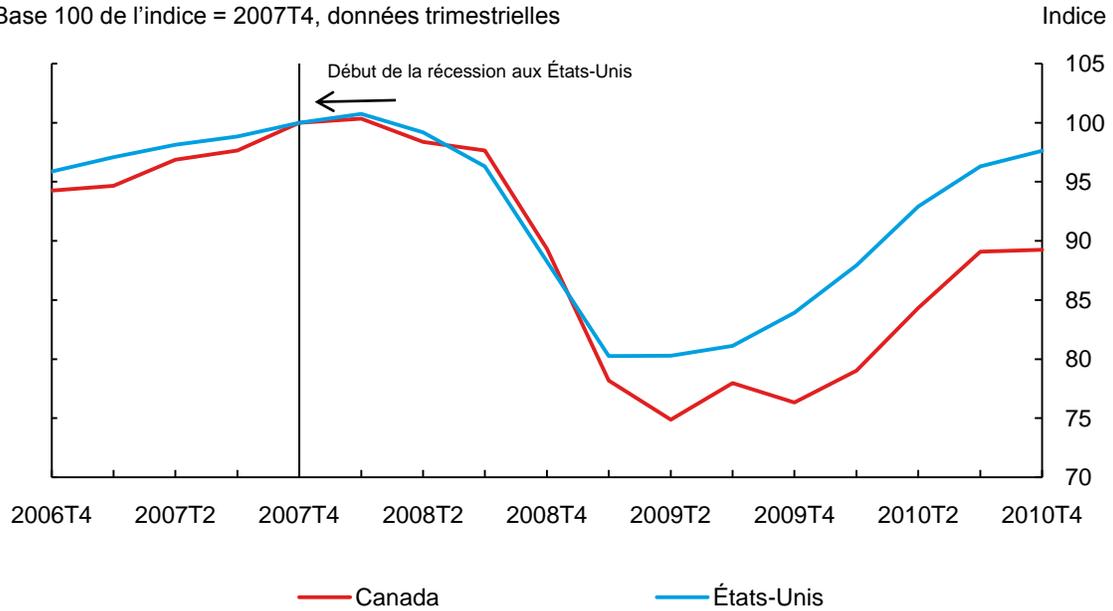
Sources : Statistique Canada, Bureau of Labor Statistics des États-Unis, Bureau du recensement des États-Unis et calculs de la Banque du Canada (en vue notamment de désaisonnaliser les données)

Dernière observation : 2010T3

## Graphique 9 : Moins d'investissement en machines et matériel au Canada qu'aux États-Unis

### Investissements fixes réels des entreprises, à l'exclusion de la construction non résidentielle

Base 100 de l'indice = 2007T4, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada, Bureau of Economic Analysis des États-Unis et calculs de la Banque du Canada