



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

**Discours prononcé par Mark Carney
gouverneur de la Banque du Canada
devant la Chambre de commerce
de Saint John
Saint John (Nouveau-Brunswick)
20 septembre 2011**

LE TEXTE PRONONCÉ FAIT FOI

L'évolution économique récente

Introduction

C'est un plaisir pour moi d'être ici à Saint John.

Quand je me suis levé ce matin, les choses avaient changé. Pour la première fois, on sentait qu'on était sur le point de changer de saison. Bien sûr, ce sera l'équinoxe d'automne cette semaine, mais le coup d'œil au calendrier ne réussit pas à dissiper ce sentiment de mélancolie : où est passé l'été? Au lieu d'attendre avec joie de belles journées de farniente, nous sentons la fraîcheur de l'air... et l'odeur de la peur sur les marchés financiers.

Les Canadiens avaient entamé l'été débordants de confiance. Anticipant des ventes élevées, nos entreprises avaient de multiples projets de création d'emplois et d'investissement en usines et en matériel. Les Canadiens eux-mêmes envisageaient leurs perspectives économiques avec beaucoup d'optimisme. Maintenant que des événements alarmants surviennent ailleurs dans le monde, certains ont moins d'assurance. Que s'est-il passé? Et comment les secteurs public et privé doivent-ils réagir?

Ce qui s'est passé

La peur qui domine actuellement les marchés financiers mondiaux tient à trois causes : la détérioration des perspectives économiques à l'échelle du globe, l'intensification de la crise de la dette souveraine en Europe et les interrogations grandissantes sur la capacité de réaction des décideurs publics.

Le haut niveau de la dette publique dans la zone euro rend cette dernière extrêmement vulnérable aux variations des perspectives de croissance mondiale et aux changements d'opinion des investisseurs. Ces défis se trouvent compliqués par la nature de l'Union monétaire européenne, qui exige des

ajustements déflationnistes prolongés dans des pays qui ont perdu de leur compétitivité.

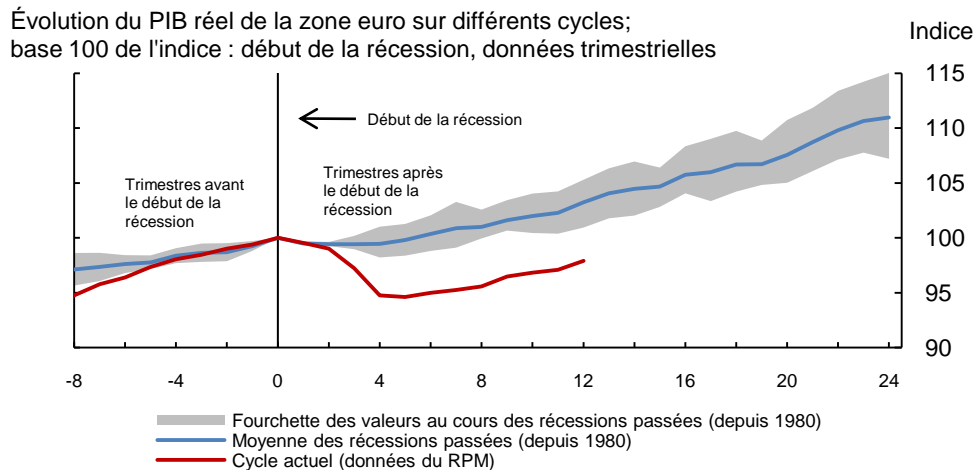
La préoccupation la plus immédiate réside dans les difficultés de financement croissantes des banques européennes. La plupart ont vu leurs coûts d'emprunt monter en flèche, leur accès à d'importants marchés financiers se rétrécir, et leurs actions se négocier à des creux historiques par rapport à la valeur de leurs actifs.

À moins d'être rapidement inversée, la situation pourrait créer des interactions défavorables entre les banques, l'octroi de crédit et l'économie réelle. Cet effet s'exercerait à un moment où l'économie européenne – la plus grande du monde – connaît déjà une baisse de régime très marquée.

Si la préoccupation immédiate concerne les banques, les enjeux plus larges sont les positions budgétaires et concurrentielles d'un certain nombre de pays.

La majorité des États européens n'ont guère le choix, ils doivent réduire leurs déficits budgétaires, malgré la faiblesse de la demande privée (**Graphique 1**). En définitive, les problèmes de l'Europe ne peuvent être résolus uniquement par l'austérité budgétaire. Toute solution durable doit comporter un train de mesures visant à restaurer la compétitivité. Par exemple, l'Espagne accuse un déficit de son compte courant de 4 % en dépit de son économie déprimée, et la Grèce a vu ses coûts unitaires de main-d'œuvre grimper du tiers par rapport à ceux de l'Allemagne depuis la fondation de l'Union monétaire européenne.

Graphique 1 : La reprise est très faible en Europe



À court terme, les problèmes de l'Europe sont aggravés par le ralentissement de la croissance mondiale. L'économie américaine, en particulier, a perdu de son élan.

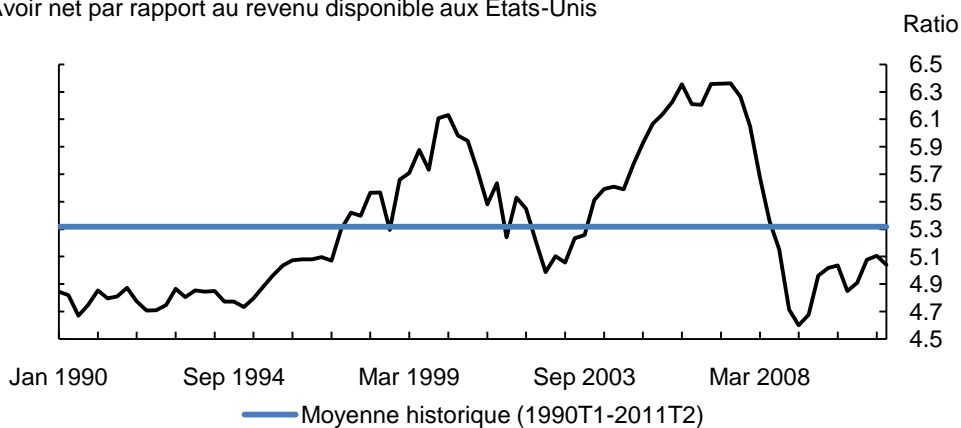
Les récentes révisions apportées aux données de référence indiquent qu'aux États-Unis la récession a été plus profonde et la reprise plus modeste que ce qui avait été annoncé précédemment. Ce que nous avons appris au cours de l'été ne signifie pas que la dynamique actuelle de l'économie américaine a changé, mais plutôt que les ordres de grandeur sont nettement supérieurs. En clair, le

marché du logement reste un borbier, la santé financière des ménages est faible, et on peut s'attendre à ce que les interventions du gouvernement brident la croissance après l'avoir fortement stimulée ces dernières années.

L'avoir net des ménages américains a subi un choc majeur, passant d'un sommet de 6,4 fois les revenus avant la crise à 5,0 au deuxième trimestre de cette année (**Graphique 2**). Ces pertes ne peuvent être recouvrées que par l'action combinée d'un accroissement de l'épargne et d'une remontée des prix des maisons et des actifs financiers. Il est évident que chacun prendra du temps.

Graphique 2 : La richesse des ménages américains a fortement reculé

Avoir net par rapport au revenu disponible aux États-Unis



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

Dernière observation : 2011T2

De façon générale, les États-Unis vivent la plus faible reprise de leur histoire depuis la Grande Dépression, et la Banque ne prévoit pas que cette situation changera de sitôt (**Graphique 3**). En fait, l'économie américaine suit exactement la triste trajectoire des autres économies avancées qui ont traversé de graves crises financières.

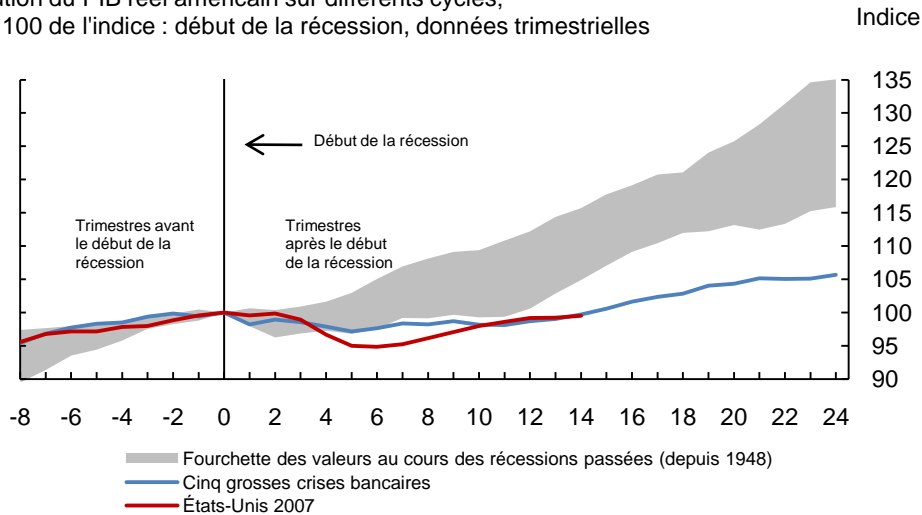
La Banque s'attend à ce que l'économie américaine continue de progresser à un taux égal ou inférieur à son taux tendanciel d'environ 2 % jusqu'au deuxième trimestre de 2012, sous l'effet conjugué d'une modeste croissance de la consommation, des débuts du freinage budgétaire, d'investissements robustes des entreprises en matériel et en logiciels et d'une augmentation relativement élevée des exportations. Ces deux derniers facteurs seront bien entendu grandement influencés par l'évolution mondiale.

À ce stade-ci, la Banque du Canada n'entrevoit pas de récession aux États-Unis, quoique le risque se soit manifestement accru. L'économie américaine est près du point mort, où des interactions défavorables pourraient s'établir entre les faibles niveaux de l'emploi, de la demande de consommation ainsi que des embauches et des investissements des entreprises. La possibilité que les marchés eux-mêmes puissent faire pencher la balance ne peut être écartée. De nouvelles dépréciations des actifs financiers pourraient encourager l'épargne et décourager les investissements des sociétés, et il reste possible que les

conditions d'octroi de crédit aux entreprises américaines se durcissent sensiblement.

Graphique 3 : La reprise aux États-Unis est la plus faible à survenir depuis la Grande Dépression

Évolution du PIB réel américain sur différents cycles;
base 100 de l'indice : début de la récession, données trimestrielles



Sources : Bureau of Economic Analysis des États-Unis et Organisation de coopération et de développement économiques

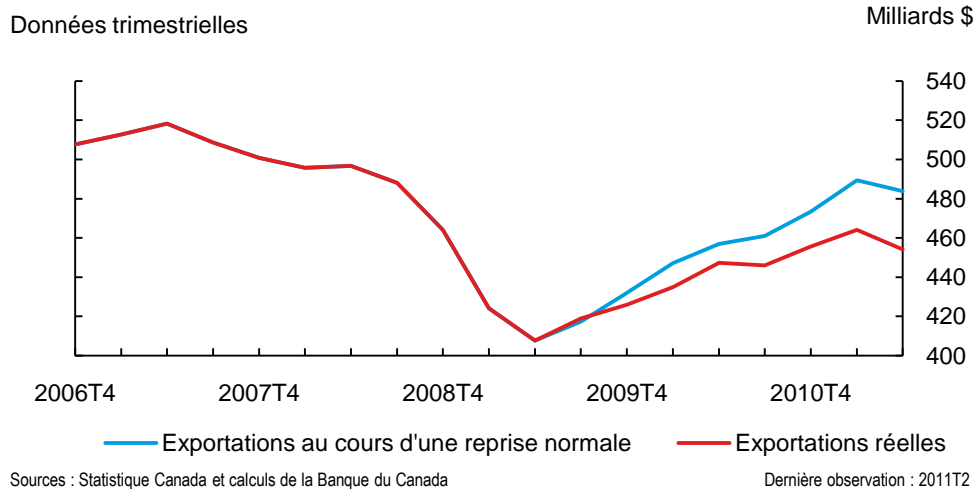
Ce que cela signifie pour le Canada

L'incidence directe de l'affaiblissement de la croissance européenne sur le Canada est relativement modeste. Par contre, les effets financiers et les effets sur la confiance pourraient être considérables. En réaction aux incertitudes qui touchent l'Europe, les prix mondiaux des actions et des produits de base ont fortement reculé, et la volatilité des marchés financiers a crû de façon marquée.

Les retombées sur les marchés financiers canadiens ont été moins prononcées, mais elles sont tout de même notables. Globalement, les conditions financières se sont resserrées au Canada, en raison surtout des replis des cours boursiers. Fait important à noter, notre système financier continue de bien fonctionner. Nos banques ont un accès quasi inégalé aux sources de financement et de capital; l'offre de crédit aux ménages et aux entreprises du pays demeure en bonne partie à des taux historiquement bas.

L'incidence directe d'un nouveau ralentissement aux États-Unis, notre principal partenaire commercial, est plus prononcée. En outre, le tassement de l'économie américaine a frappé encore plus l'activité dans les secteurs, comme ceux de l'automobile et du logement, qui importent pour le Canada. Pour mettre les choses en perspective, retenons que, si les États-Unis avaient connu une reprise type, leur PIB serait plus élevé de 2,5 %, et les exportations canadiennes le seraient de 6,5 %, ce qui représente 30 milliards de dollars de ventes additionnelles (**Graphique 4**).

Graphique 4 : Les exportations canadiennes sont beaucoup plus faibles que durant une reprise type



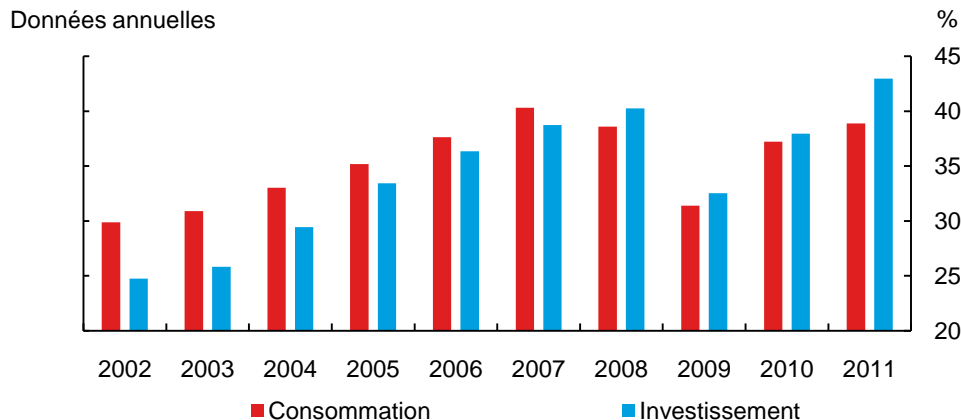
Mais il ne s'agit pas d'une reprise type, et maintenant, les forts vents contraires extérieurs auxquels notre économie a fait face dans les dernières années soufflent avec plus de puissance. La Banque anticipe maintenant que les exportations nettes demeureront une importante source de faiblesse, du fait de l'affaiblissement de la demande à l'échelle du globe et des problèmes qui continuent de se poser sur le plan de la compétitivité, en particulier la vigueur persistante du dollar canadien.

Il convient de se rappeler qu'une baisse de la compétitivité signifie habituellement une plus grande pénétration des importations au Canada. Le ratio de nos importations au PIB a grimpé de sept points de pourcentage au cours de la dernière décennie. Il y a aussi une bonne nouvelle : au cours de la même période, une proportion croissante de nos importations a été destinée à l'investissement plutôt qu'à la consommation. Cela indique qu'une part de plus en plus grande des importations au Canada s'ajoute au stock de capital plutôt que d'être simplement consommée (**Graphique 5**). Ce phénomène devra se poursuivre.

La Banque anticipe que la croissance reprendra au deuxième semestre, à la faveur des investissements des entreprises et des dépenses des ménages, même si la baisse de la richesse et des revenus devrait vraisemblablement modérer la progression des investissements et de la consommation.

Le ralentissement de l'économie mondiale atténuera l'intensité d'utilisation des ressources et les pressions inflationnistes au Canada. La Banque prévoit que l'inflation mesurée par l'IPC global continuera de baisser à mesure que s'estomperont les facteurs temporaires, telle l'augmentation notable des prix des aliments et de l'énergie. L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait rester bien contenue, étant donné que la progression de la rémunération du travail est toujours modeste, que la productivité se redresse et que les attentes d'inflation demeurent bien ancrées.

Graphique 5 : Une proportion croissante des importations au Canada est destinée à l'investissement



Nota : On inclut dans la consommation les automobiles et d'autres biens de consommation, et dans l'investissement, les machines et le matériel. 2011 représente la moyenne des deux premiers trimestres.
Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2011

Les risques qui pèsent sur notre économie proviennent toujours largement de l'extérieur et sont orientés à la baisse.

Ce qui doit être fait

Le fiasco du relèvement du plafond de la dette aux États-Unis et l'incapacité, à ce jour, des décideurs européens à surmonter la crise chez eux ont ébranlé la confiance des investisseurs dans l'efficacité des politiques publiques. La combinaison de l'endettement élevé et des aléas de la politique est toxique.

Quoi qu'il en soit, il est important de faire la distinction entre la volonté d'agir et la capacité de relever les défis actuels. Les politiques publiques peuvent jouer un grand rôle. La situation en Europe est fragile, mais remédiable; elle est gérable si l'on s'y met.

La Banque centrale européenne est prête à fournir des liquidités quasi illimitées aux banques européennes. Cela devrait permettre d'éviter de graves problèmes de liquidité tels que ceux que nous avons vus en 2008, mais ce n'est pas un remède. Les banques aux prises avec ce genre de situation passent en mode hautement défensif. L'expérience du Japon dans les années 1990 nous a appris qu'une fois ce comportement adopté, il est difficile de le changer.

Les interventions d'une banque centrale ont pour but premier de créer un pont. Les actions qui sont menées par la suite doivent être promptes et substantielles. Les autorités européennes se doivent d'agir avec fermeté pour contenir la crise. Les mesures adoptées doivent ramener les capitaux privés, plutôt que de financer simplement leur retrait.

L'application effective des mesures annoncées commencera à rétablir la confiance. On doit aller de l'avant avec l'amélioration des mécanismes de financement existants en Europe. Les réformes financières, dont les normes de fonds propres prévues dans Bâle III, doivent être mises en œuvre à point

nommé. Les trajectoires favorisant la poursuite de l'assainissement budgétaire doivent être établies, conformément à l'accord conclu au sommet du G20 l'an dernier à Toronto.

Mais il faut faire plus.

La Banque du Canada estime que nous avons maintenant besoin d'un plan détaillé en matière de fonds propres pour les banques européennes et – ce point est crucial – d'un important filet de sécurité en matière de financement pour les pays souverains d'Europe. Il reste que les meilleurs engagements et même la législation la plus contraignante ne restaureront pas la confiance des investisseurs du jour au lendemain. Comme le Canada l'a appris au milieu des années 1990, pour faire renaître la confiance, les pays doivent pouvoir faire état de résultats concrets et soutenus. Parallèlement, des politiques structurelles axées sur le raffermissement de la croissance procurent des avantages à long terme.

Par conséquent, les autorités européennes doivent prendre le temps de refonder leur union monétaire sur des mécanismes budgétaires crédibles et des économies plus flexibles, capables de s'ajuster rapidement aux variations inévitables de la compétitivité interne en Europe. À notre avis, on pourrait tirer parti beaucoup plus efficacement des ressources européennes existantes, notamment le Fonds européen de stabilité financière et les mécanismes d'octroi de liquidités de la Banque centrale européenne, afin de créer une fenêtre pluriannuelle pour ces ajustements.

De la même manière que la demande doit être rééquilibrée en Europe entre les pays accusant un déficit de leur compte courant, comme l'Espagne, et ceux qui affichent un surplus, comme l'Allemagne, elle doit s'ajuster à l'échelle du globe. Si les politiques actuelles sont maintenues, on peut s'attendre à ce que les déséquilibres de grande ampleur des comptes courants persistent. Si l'on continue à se fier à la demande intérieure des économies avancées, on a toutes les chances d'être déçu. Comme nous l'avons constaté ces dernières semaines, le relais du secteur public au secteur privé aux États-Unis et en Europe risque d'être bâclé. L'assainissement budgétaire est amorcé, sans que la demande privée autosuffisante ne prenne la relève en raison des vulnérabilités qui subsistent et de la présence de multiples chocs négatifs.

Le rééquilibrage de la demande entre les économies nécessitera la mise en œuvre de vastes réformes financières, l'ouverture des échanges et des marchés de capitaux ainsi que des changements notables aux politiques budgétaires, structurelles et de change de nombreux pays, dont les grandes économies émergentes. Ces questions doivent être au centre des discussions aux prochaines réunions du G20, qui se tiendront plus tard cette semaine à Washington et le mois prochain à Paris.

Face à ce contexte extérieur difficile, la Banque du Canada continuera à favoriser l'expansion économique du pays en maintenant l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible.

Depuis l'éclatement de la crise il y a quatre ans, la Banque a démontré sa rapidité à réagir dans la conduite de la politique monétaire. Elle est intervenue promptement et de façon énergique durant la récession. À mesure que la reprise

au Canada a progressé, elle a insisté sur le fait qu'elle ferait preuve de prudence en ce qui a trait à toute réduction possible du degré de détente monétaire.

L'approche de la Banque est toujours flexible. Ses décisions reposent sur une analyse réfléchie et un jugement éclairé, plutôt que sur des règles mécaniques. Par exemple, comme nous l'avons souligné, étant donné les forts vents contraires qui soufflent actuellement, il est possible que le taux directeur ne retrouve son niveau de long terme qu'après le moment où devraient s'effectuer le retour de l'inflation à la cible de 2 % et celui de la production à son potentiel.

En outre, la Banque fait preuve de souplesse considérable en ce qui concerne l'horizon approprié pour le retour de l'inflation à la cible. En général, tant l'ampleur que la nature des chocs qui secouent notre économie peuvent influencer sur l'horizon approprié de la cible d'inflation. Au cours des vingt dernières années, la persistance des effets des chocs sur l'économie a été telle qu'il était ordinairement souhaitable que l'inflation retourne à la cible en l'espace de six à huit trimestres. Toutefois, cet horizon a varié de façon notable : il a été aussi court que deux trimestres et aussi long que onze trimestres¹. À huit reprises au moins, la Banque a prolongé la période au-delà de huit trimestres. La dernière fois était en avril 2009, lorsque le retour de l'inflation à la cible à un horizon plus éloigné était justifié par le choc exceptionnellement important auquel l'économie canadienne faisait face à l'époque.

Tout comme la trajectoire des taux directeurs n'est pas assujettie à des règles mécaniques, nous n'impartissons pas la formulation de notre politique monétaire à la Réserve fédérale américaine. Il ne fait aucun doute que ce qui se passe aux États-Unis importe pour le Canada, mais cela ne veut pas dire pour autant que nos taux sont liés à ceux des Américains. En deux décennies de ciblage de l'inflation, le taux du financement à un jour au Canada a été de plus de 200 points de base supérieur et de plus de 200 points inférieur au taux des fonds fédéraux. Ces variations témoignent des perspectives économiques différentes de nos deux pays. La politique monétaire canadienne sera adaptée à la conjoncture du Canada et compatible avec l'atteinte de la stabilité des prix dans notre pays.

Les Canadiens peuvent aussi avoir l'assurance que la Banque prendra les mesures nécessaires afin que les marchés financiers essentiels demeurent liquides et fonctionnels. En cas de choc systémique majeur, la Banque dispose d'un large éventail d'outils pour fournir des liquidités exceptionnelles conformément à un cadre fondé sur des principes. L'ensemble des Canadiens pourra donc bénéficier de la vigueur de notre système financier pendant des périodes fastes et moins fastes.

Alors que nous subissons les retombées des événements qui secouent l'Europe et les États-Unis, notre pays devrait aussi en tirer des enseignements. La crise de la dette souveraine en Europe renforce l'importance du niveau soutenable de l'endettement public et la valeur d'un taux de change flexible. Les difficultés

¹ Selon les projections publiées par la Banque depuis 1998 dans le *Rapport sur la politique monétaire*, il s'agit de la variance observée dans l'horizon prévu pour le retour de l'inflation à la cible de 2 %.

auxquelles sont confrontés les Américains viennent confirmer les risques que présente un endettement excessif des ménages.

Devriez-vous laisser passer la tempête?

Les marchés financiers semblent paralysés. Vous ne devriez pas l'être. On peut comparer ces événements aux vagues de l'océan. Les courants de fond – ces forces qui influent sur les perspectives à long terme concernant nos entreprises et notre économie – sont beaucoup plus importants. Aujourd'hui, les graphiques illustrent trois tendances majeures : les entreprises canadiennes ne sont pas assez exposées aux éléments qui connaissent l'expansion la plus rapide au sein de l'économie mondiale; les cours des produits de base devraient rester élevés par rapport aux moyennes historiques; et nos entreprises ne sont pas aussi productives qu'elles pourraient ou devraient l'être.

Peu importe l'évolution de la situation aux États-Unis ou en Europe, on doit relever ces défis et saisir ces occasions en déployant des efforts soutenus ici au Canada.

Le centre de gravité économique du monde se déplace rapidement des économies avancées aux économies émergentes. L'enjeu pour les États-Unis consistera davantage à s'approprier une part de marché (ce que nous n'avons pas fait récemment) qu'à participer à un marché en expansion. Pour dire les choses carrément, l'économie américaine devrait demeurer relativement faible un certain temps encore, les ménages s'affairant à assainir leurs bilans, et les gouvernements, à lutter contre les déficits. Le degré de faiblesse de l'économie sera fonction des choix que feront les Américains, mais, compte tenu des pressions qui s'exercent, les possibilités que la croissance nous surprenne sont limitées.

Le Canada doit trouver d'autres marchés pour accroître ses exportations. On doit déjà aux économies émergentes près de la moitié de l'essor de l'ensemble des importations au cours des dix dernières années. Dans un processus qui devrait se poursuivre pendant des décennies, les pays émergents d'Asie s'urbanisent rapidement. La population en Chine et en Inde représente le renouvellement de la population entière du Canada tous les 18 mois. Parallèlement, une nouvelle classe moyenne de grande ampleur est en train de se former, et elle augmente de 70 millions de personnes par année.

Ainsi, même si les cours des produits de base ont reculé ces dernières semaines, ils devraient rester élevés sous l'effet des hausses considérables et soutenues de la demande émanant des marchés émergents, notamment de l'Asie.

Nous devons tirer parti de ces occasions, car, étant donné les limites imposées par la dette intérieure et l'évolution démographique, le rythme d'expansion de la production potentielle de notre économie ralentit. À mesure que la génération des baby-boomers vieillira, les taux d'activité de la main-d'œuvre reculeront et les heures travaillées diminueront. La direction du mouvement ne laisse aucun doute. Ce qu'on ignore, c'est son ampleur.

Si nous ne développons pas de nouveaux marchés et n'améliorons pas notre productivité, la perte cumulative de revenu découlant du ralentissement de la croissance de la production potentielle pourrait se chiffrer à près de 30 000 \$ par Canadien au cours de la prochaine décennie².

Conclusion

On dit souvent que le Canada n'est pas une île. C'est vrai, et cela montre qu'il n'est pas à l'abri des événements qui surviennent sur la scène internationale. Peut-être y aurait-il lieu de choisir une meilleure analogie pour nous qui sommes aujourd'hui sur les côtes de la baie de Fundy, en disant que le Canada est comparable à un bateau. Il peut être secoué par les vagues ou tiré par le courant, mais il est toujours en mesure de garder le cap même sur les mers les plus houleuses.

Les défis qui se présentent dans le contexte économique mondial actuel sont importants, mais les occasions qui s'offrent le sont tout autant. La situation financière de nos entreprises et de nos administrations publiques est saine, nos institutions financières comptent parmi les plus résilientes du globe, et notre économie peut être adaptée aux sources futures de croissance mondiale. Pour tirer parti de ces avantages, nous devons continuer d'investir massivement en vue d'améliorer la productivité, et consentir des efforts soutenus en matière d'innovation afin de développer de nouveaux marchés.

Pour sa part, la Banque du Canada dispose d'une vaste gamme d'outils et de moyens d'action qu'elle continuera à utiliser au besoin pour que les Canadiens puissent saisir ces occasions dans un cadre de stabilité macroéconomique et financière nationale.

L'automne a beau être à nos portes, nous savons tous que les Canadiens sont vraiment dans leur élément durant l'hiver.

² Voir M. Carney (2010), *La productivité : une vertu dans un monde impitoyable*, discours prononcé devant la Ottawa Economics Association, Ottawa (Ontario), 24 mars, Internet : <http://www.banqueducanada.ca/2010/03/discours/productivite-vertu-monde-impitoyable/>.