



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

**Discours prononcé par Mark Carney
gouverneur de la Banque du Canada
devant l'Atlantic Institute for Market
Studies
Halifax (Nouvelle-Écosse)
le 21 juin 2012**

Financer la transition à l'échelle du globe

Introduction

J'aimerais remercier l'Atlantic Institute for Market Studies de m'avoir invité à prendre la parole ici à Halifax. L'un des entrepreneurs les plus connus de la ville était Samuel Cunard, dont l'empire naval, tout comme ce centre, porte encore son nom. Lancée il y a plus d'un siècle, l'entreprise de Cunard a prospéré dans la dernière grande ère de changement sur la scène internationale.

Dans mon discours aujourd'hui, je compte traiter de la transformation en cours au sein de l'économie mondiale. Je parlerai de la situation en Europe et des défis du système monétaire international en m'attardant au rôle central joué par un système financier ouvert et résilient pour assurer une croissance soutenue à l'échelle du globe.

La transition vers un monde multipolaire

J'aimerais tout d'abord mettre en perspective l'assombrissement récent des perspectives de croissance de l'économie mondiale. L'Europe a construit un marché commun de 500 millions de personnes et de 27 pays, où circulent librement les biens, les services, les capitaux et les personnes. Ce faisant, elle a transformé les économies du sud et de l'est du continent. Elle a aussi joué un rôle constamment positif en faisant passer le règlement des problèmes mondiaux avant les intérêts nationaux.

À l'échelle mondiale, jamais dans l'histoire une intégration économique n'a touché autant de gens, autant de types de biens et autant de capitaux.

Cette évolution a permis à des centaines de millions de gens de sortir de la pauvreté et offert à des centaines de millions d'autres la possibilité d'en faire autant. L'écart entre les pays riches et les pays pauvres s'est considérablement rétréci et, bientôt, la classe moyenne dans le monde sera plus nombreuse que les pauvres. Le déclin de la disparité entre les États-Unis et la Chine est particulièrement saillant à cet égard : alors qu'en 1990, le PIB par habitant des

États-Unis était près de 30 fois plus élevé que celui de la Chine, en 2010, ce rapport était tombé à 6 seulement.

La crise accélère cette transformation.

Toutefois, cette transition ne se fera pas en douceur et elle n'est pas prédéterminée. Les risques à la baisse en Europe sont en train de se matérialiser et menacent de ralentir la croissance à l'échelle du globe. De manière plus générale, le rééquilibrage de l'économie mondiale s'est interrompu, puisque la plupart des pays avancés sont encore aux prises avec une réduction prolongée des leviers financiers.

Mais pendant la période difficile que nous traversons, nous devons nous rappeler que pour réaliser le potentiel de l'Europe et de la mondialisation, il faut un système ouvert.

Il est raisonnable de s'attendre à ce que les capitaux, sur une base nette, se dirigent des économies avancées vers les économies émergentes, où les taux de rendement escomptés sont plus élevés. C'est ce qui s'est produit lors de la dernière vague de mondialisation, au début du XX^e siècle, quand le Canada, qui était alors une économie émergente, a affiché pendant trois décennies des déficits du compte courant se chiffrant en moyenne à 7 % du PIB.

Ces déséquilibres étaient positifs. Le capital importé était investi dans la capacité de production, qui a servi plus tard à rembourser les dettes accumulées.

Les déséquilibres mondiaux observés au cours des dix dernières années ont été trop souvent néfastes, voire carrément anticanadiens. Dans certains cas, les fonds publics sont passés des économies émergentes aux économies avancées et ont été investis dans des biens non échangeables, comme des logements. Dans d'autres, les capitaux privés ont afflué dans une « nouvelle ère » caractérisée par un excès de confiance et la déréglementation.

Les importants déséquilibres du compte courant font partie intégrante d'une forte croissance mondiale, mais pour être soutenables, ils doivent être :

- le fruit de décisions privées prises dans un contexte où les politiques macroéconomiques sont saines et les structures de marché robustes;
- financés par un système financier ouvert et résilient.

À maints égards, les problèmes auxquels nous sommes confrontés aujourd'hui découlent de deux unions monétaires déficientes : l'une formelle – l'union monétaire européenne – et l'autre informelle – Bretton Woods II. Dans les deux cas, les réformes financières feront partie de la solution.

L'union monétaire européenne

Les problèmes qui affligent l'Europe aujourd'hui sont en partie imputables au succès initial de la monnaie unique. Après le lancement de l'euro, le système financier européen est devenu rapidement intégré et les prêts transfrontières ont explosé. Les conditions de financement bon marché ont alimenté les phases de

forte expansion économique, lesquelles ont donné une image flatteuse de la situation budgétaire des États et soutenu le bilan des banques.

De façon globale, les mesures de la dette de la zone euro ne semblent peut-être pas impressionnantes : le niveau de sa dette publique totale est inférieur à celui des États-Unis ou du Japon, et son compte courant avec le reste du monde est relativement équilibré, et ce, depuis un certain temps.

Mais il est maintenant tout à fait évident que ces indicateurs globaux masquent d'importants déséquilibres internes.

Par exemple, depuis 2007, le ratio de la dette publique au PIB a crû de 30 points de pourcentage en Espagne, de 40 points de pourcentage au Portugal, de 50 en Grèce et de 80 en Irlande, et l'augmentation se poursuit. La majeure partie de ces hausses découle de pertes dans les secteurs immobilier et bancaire. De fait, la crise européenne nous rappelle que, d'une façon ou d'une autre, les dettes privées excessives finissent habituellement par aboutir dans le secteur public.

En outre, la stabilité des prix à l'échelle de la zone euro s'accompagne de différences marquées entre les taux d'inflation nationaux. Au cours des huit ans qui ont précédé la crise, le taux d'inflation dans les économies secouées par celle-ci était environ deux fois supérieur à celui qui était observé dans les grandes économies de la zone.

Mais surtout, les coûts unitaires de main-d'œuvre dans les pays périphériques ont monté en flèche par rapport à ceux enregistrés dans les grandes économies de la zone, notamment l'Allemagne. La détérioration de la compétitivité qui en a résulté a rendu le maintien des tendances passées insoutenable.

À l'heure actuelle, l'Europe stagne. Son PIB est toujours inférieur de plus de 2 % au sommet qu'il avait atteint avant la crise, et la demande intérieure privée est inférieure de 6 %, ce qui est stupéfiant.

La contraction donne lieu à des pertes bancaires et à des déficits budgétaires auxquels on accorde à juste titre beaucoup d'attention. Toutefois, il ne faut pas oublier que ces problèmes sont symptomatiques d'un mal sous-jacent : une crise de balance des paiements.

Que devraient faire les Européens ?

Pour pouvoir rembourser les créanciers dans les grandes économies de la zone euro, les débiteurs des pays périphériques doivent redevenir compétitifs. Ce ne sera ni facile ni rapide.

Un processus soutenu d'ajustement des salaires relatifs sera nécessaire, ce qui implique des baisses appréciables du niveau de vie dans ce qui représente le tiers de la zone euro.

Un ajustement en profondeur s'impose. Le poids de ce dernier ne peut se traduire uniquement par une hausse du chômage et une baisse des salaires dans des pays comme l'Espagne. La déflation en cours dans les pays périphériques ne sera vraisemblablement pas plus tolérable que ce qui s'est produit au Royaume-Uni à l'époque de l'étalon-or dans les années 1920. Une

augmentation des salaires et de la demande privée (et de l'inflation) en Allemagne faciliterait la transition. Il est saisissant de constater que les salaires réels dans ce pays ont à peine monté au cours des deux décennies qui ont précédé la crise.

Qui plus est, les réformes structurelles en cours dans les pays en déficit doivent absolument contribuer à stimuler la productivité.

Étant donné la diminution des revenus nationaux, une partie de l'investissement nécessaire devra être financée à l'étranger.

Malheureusement, le système financier européen a été massivement renationalisé ces derniers mois. Les activités de prêt transfrontières en Europe – qui avaient crû de 25 % par année durant la période précédant la crise – ont baissé de 10 % par an depuis. Même si la Banque centrale européenne a habilement comblé ce vide, on ne peut pas systématiquement recourir aux facilités de prêt des banques centrales pour favoriser la robustesse de l'investissement privé.

Des mesures énergiques s'imposent pour restaurer le marché financier unique. Et de telles mesures sont actuellement à l'étude, par exemple, la proposition de création d'une union bancaire mise en avant en Europe. En centralisant la restructuration des banques, en recapitalisant les banques à l'aide de ressources européennes plutôt que nationales, en progressant vers une surveillance centralisée (ou fédéralisée) du secteur et en harmonisant (ou mieux encore en mutualisant) l'assurance-dépôts, l'Europe peut rompre les liens de plus en plus toxiques entre les banques et les marchés de la dette souveraine.

L'entente conclue récemment afin de recapitaliser le système bancaire espagnol constitue une avancée vers une union financière et budgétaire plus importante propice au renforcement de l'union monétaire. Il s'agit d'une autre preuve de la détermination de l'Europe de s'attaquer à ses problèmes.

Si de telles mesures s'accompagnent d'une application rapide du programme de réforme financière établi par le Conseil de stabilité financière (CSF), dont je donnerai un aperçu dans quelques instants, il existe une possibilité qu'un nouveau système financier paneuropéen plus profond et plus robuste soit mis en œuvre.

Bretton Woods II

La seconde union monétaire déficiente est au cœur de l'actuel système monétaire international – qu'on désigne sous le nom de Bretton Woods II – centré sur la Chine et les États-Unis.

L'actuel système monétaire international est un système hybride composé, d'une part, d'économies dont les taux de change sont flexibles et les flux de capitaux libéralisés, qui sont principalement des grandes économies avancées, et, d'autre part, d'un groupe de pays qui gèrent activement leurs taux de change. Il en résulte un système qui ne facilite pas d'ajustement symétrique en temps opportun aux chocs et aux changements structurels. Par exemple, malgré le miracle économique observé en Chine, le taux de change réel de ce pays ne

s'est pas apprécié pendant les vingt années qui ont précédé la crise financière mondiale.

Au cours de la décennie précédant la crise, l'accumulation incessante de réserves par la Chine a contribué à la faiblesse des taux d'intérêt réels et, pendant un certain temps, atténué la volatilité macroéconomique.

Les acteurs des marchés ont été de plus en plus nombreux à supposer que cette conjoncture macroéconomique stable persisterait, ce qui a mené à une quête de rendement, à un recours croissant à l'effet de levier et à une sous-évaluation spectaculaire des risques.

Conjuguée à une supervision inadéquate du système financier et à une déréglementation mal conçue des marchés financiers et du logement, la dette du secteur privé (hors secteur financier) aux États-Unis a grimpé rapidement pour atteindre des niveaux inégalés depuis la Grande Dépression.

Avec 20 % de la production du globe, les États-Unis ont importé 60 % des capitaux mondiaux (en chiffres nets) avant la crise. Cela n'aurait pas posé problème si ces capitaux avaient été investis dans le but d'accroître la capacité de production. Malheureusement, c'est une fraction trop faible de ceux-ci qui l'a été.

À présent, le cycle de la dette s'est résolument inversé. Les créanciers veulent être remboursés et la croissance mondiale reposera sur un rééquilibrage à l'échelle internationale.

Comment rembourser la dette

L'austérité est une condition nécessaire au rééquilibrage, mais elle suffit rarement. Il n'existe en fait que trois solutions pour réduire la dette : la restructuration, l'inflation et la croissance.

Qu'on le veuille ou non, il se peut qu'il y ait une restructuration de la dette. Si ce doit être le cas, il est préférable qu'elle se fasse rapidement et qu'elle soit d'une ampleur suffisante pour assurer la viabilité des finances publiques. Les décideurs publics doivent se garder de reporter l'inévitable à plus tard et de simplement financer la sortie du secteur privé.

Selon certains, une inflation plus élevée pourrait représenter une solution pour les pays aux prises avec une dette excessive. Pour que celle-ci soit efficace, il faudrait que diverses formes de répression financière soient imposées, comme un contrôle des mouvements de capitaux et l'acquisition forcée de titres d'État.

Il s'agit là d'une solution dictée par le désespoir.

Pour qu'une telle solution donne les résultats escomptés, il faut que la variation de l'inflation soit très considérable ou très soudaine. L'adoption, pour des raisons opportunistes, d'une cible d'inflation supérieure risquerait d'entraîner un désarrimage des attentes d'inflation, de réduire à néant les gains durement acquis qui découlent du maintien de la stabilité des prix, de pousser à la hausse les taux d'intérêt réels et, ainsi, d'exacerber la dynamique défavorable de la dette.

La répression financière devrait être massive et soutenue. Elle aurait pour effet de fragiliser le système qui a contribué à nous apporter la prospérité ces trois dernières décennies.

La stratégie de réduction de la dette la plus acceptable est de stimuler la croissance.

La demande privée ne pourra prendre son essor dans un environnement macroéconomique instable. La viabilité des finances publiques et la stabilité des prix sont des facteurs essentiels et non un luxe.

Pour croître, la demande privée a besoin d'un contexte favorable, ce qui comprend notamment un régime fiscal concurrentiel et un cadre d'investissement en infrastructures. Elle doit pouvoir reposer sur un secteur financier solide, qui est diversifié, résilient et ouvert.

Croissance durable de la demande privée et rôle de la réforme financière

Ces conditions ne sont pas encore réunies.

Dans l'immédiat, l'adoption d'une série de mesures de précaution risquerait d'entraîner une mondialisation de la tendance actuelle à la renationalisation en Europe. C'est l'une des raisons pour lesquelles les initiatives européennes attendues dans les semaines à venir sont si importantes.

De façon générale, le programme de réforme financière doit tenir compte des préoccupations légitimes des pays émergents à l'égard de la résilience des systèmes financiers des économies avancées. Face à ces préoccupations, des pressions s'exercent en faveur de la localisation, afin de protéger les systèmes nationaux, et de la restauration du contrôle des mouvements de capitaux pour atténuer la volatilité des flux transfrontières. Si on les laisse perdurer, ces tendances naissantes pourraient sérieusement restreindre les flux de capitaux internationaux que nécessite la prochaine étape de la transformation à l'échelle du globe.

Déséquilibre entre les États et les marchés

Je me souviens d'une anecdote racontée par le ministre allemand des Finances, Peer Steinbrück, lors d'une réunion cruciale du G7 au lendemain de la faillite de Lehman. La semaine auparavant, il avait rencontré une femme en Allemagne de l'Est, qui lui avait dit ceci : « J'ai assisté à la chute du communisme et maintenant j'assiste à celle du capitalisme. »

La perte totale de confiance dans les établissements financiers privés à ce moment-là n'a pu être enrayée que par la mise en place de mécanismes de soutien exceptionnels dans les plus riches économies du monde.

En dépit de ces efforts héroïques, la crise financière mondiale s'est traduite par des pertes de production de 4 billions de dollars et l'élimination de 28 millions d'emplois ainsi que par l'accumulation de déficits budgétaires dangereux. Comme c'est généralement le cas, le coût a été assumé dans une large mesure

par les pays, les entreprises et les personnes qui n'avaient pas contribué directement au fiasco.

Pour restaurer la confiance dans le système, nous devons en créer un qui soit véritablement mondial, ce qui peut se faire en partie en rétablissant l'équilibre des relations entre les États et les marchés. Les États doivent rejeter le mythe selon lequel le secteur financier s'autoréglemente et se stabilise lui-même, et les politiques publiques financières ne peuvent plus avoir une portée essentiellement nationale.

Compte tenu de la réalité de la finance mondiale, mettre de l'ordre dans nos propres affaires ne suffit pas, à moins de nous couper du reste du monde – et si nous le faisons, nous finirions par être beaucoup plus pauvres.

Un système financier mondial ouvert et résilient jouera un rôle central dans la transformation de l'économie du globe. Pour y parvenir, la réforme du secteur financier est incontournable. Le G20 dispose d'un programme sérieux, qui est mis en œuvre de façon énergique. L'intensification actuelle de la crise de la zone euro n'a fait que renforcer notre détermination.

Créer des institutions financières résilientes

Le renforcement du système bancaire est la priorité absolue, d'où l'importance accordée à la mise en œuvre de l'ensemble des règles de Bâle en matière de fonds propres et de liquidité. Une norme simple mais efficace en matière de levier financier a été importée du Canada. Elle protégera le système de risques que nous croyons faibles mais qui, en fait, ne le sont pas.

Ces mesures ont contribué à réduire la probabilité de défaillance. Toutefois, nous ne cherchons pas à créer un système entièrement à l'épreuve des risques. Cela n'est ni réalisable ni souhaitable.

Régler le problème des institutions trop grosses pour faire faillite

Puisque des défaillances surviendront encore, il demeure nécessaire d'en atténuer l'incidence, ce qui est l'une des raisons pour lesquelles il convient de se concentrer sur la résolution du problème des institutions trop grosses pour faire faillite. Essentiellement, nous devons nous attaquer une fois pour toutes à l'injustice engendrée par un système qui privatise les gains et mutualise les pertes. En redonnant le capitalisme aux capitalistes, la discipline se durcira au sein du système et, avec le temps, les risques systémiques diminueront. Mais surtout, de savoir que de grandes entreprises peuvent faire faillite sur des marchés éloignés sans que les effets ne se fassent fortement sentir chez soi rétablira la confiance à l'égard d'un système mondial ouvert.

Pour parvenir à cet objectif, les détenteurs d'obligations, les actionnaires et les dirigeants – plutôt que les contribuables – doivent subir le poids des pertes. À cette fin, tous les pays membres du CSF se sont engagés à instaurer un pouvoir de mise à contribution des investisseurs. En outre, chaque banque mondiale d'importance systémique doit se doter d'un plan de rétablissement et de résolution dans les six prochains mois, que viendront compléter des accords de coopération transfrontières.

On s'emploie maintenant à élargir le cadre de traitement des institutions d'importance systémique aux banques nationales, aux sociétés d'assurance multinationales et aux principales banques parallèles. Une fois mises en place, la surveillance plus intense des institutions et la capacité accrue d'absorption des pertes feront que le système ne sera plus jamais lié au sort d'une seule entreprise ou d'un groupe d'entreprises.

Créer des marchés ouverts en continu

Un élément important de la résolution du problème des institutions trop grosses pour faire faillite est de faire en sorte que les marchés clés puissent faire face à la défaillance d'entreprises d'importance systémique. Il est inacceptable que des marchés essentiels aient été paralysés durant la crise et que des entreprises relativement petites aient dû être sauvées parce qu'on craignait qu'elles n'entraînent les marchés dans leur chute. La création de marchés essentiels ouverts en continu nécessite la modification des mécanismes des marchés des produits dérivés et des pensions, de même que des données plus fiables et un meilleur suivi des expositions.

Passer du secteur bancaire parallèle au secteur de financement de marché

Le CSF s'attache à renforcer la surveillance et la réglementation du secteur bancaire parallèle de manière à ce qu'il devienne une source de concurrence (afin de promouvoir l'efficacité) et de diversité (afin de faciliter la résilience) pour le secteur réglementé. Cela supposera de changer le mode de gestion des fonds du marché monétaire, les modalités de titrisation et, surtout, la façon de gérer les liens entre le secteur bancaire réglementé et le secteur bancaire parallèle.

Une mise en œuvre rapide et cohérente

Enfin, le CSF se concentre de plus en plus sur une mise en œuvre rapide et cohérente de l'ensemble des réformes convenues, ce qui est essentiel pour préserver les avantages d'un système financier ouvert et intégré à l'échelle mondiale. L'expérience récente montre qu'une perte de confiance réciproque peut conduire à l'abandon rapide d'un système ouvert et intégré. Le retour à un système financier mondial segmenté nation par nation réduirait tant la résilience systémique que la capacité financière d'investir et de croître.

Conclusion

En conclusion, j'aimerais vous faire part de mes réflexions sur la conjoncture économique actuelle.

La reprise dans les économies avancées continue d'être freinée par la nécessité continue d'assainir les bilans des pays souverains, des banques et des ménages. Tandis que l'économie américaine progresse à un rythme modéré, certains des risques entourant la crise européenne se matérialisent et les risques demeurent orientés à la baisse.

Les pays émergents demeurent le moteur de la croissance mondiale, même si la faible demande dans les économies avancées et les effets du resserrement

passé des politiques ralentissent le rythme d'expansion de la Chine et d'autres grandes économies émergentes.

En raison du rythme plus modeste de l'activité économique mondiale et de l'aversion accrue pour le risque sur les marchés financiers, les prix des produits de base se sont repliés au cours des derniers mois, quoiqu'ils demeurent à des niveaux historiquement élevés.

Bien que les vents contraires extérieurs persistent, l'économie canadienne continue de croître à un rythme correspondant à l'absorption graduelle de la faible marge de capacités inutilisées restante. L'inflation mesurée par l'IPC global devrait glisser sous 2 % à court terme, sous l'effet des prix de l'essence plus bas, alors qu'on s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence continue d'avoisiner 2 %.

La tenue relativement bonne de l'économie du Canada repose encore en grande partie sur la résilience des dépenses des ménages canadiens, soutenues par une politique monétaire très expansionniste et un système financier efficace. Notre économie ne peut toutefois pas compter indéfiniment sur les dépenses des ménages alimentées par l'endettement, en particulier dans un contexte de faible progression des revenus. Notamment, l'investissement dans le logement a encore augmenté au premier trimestre et représente une part exceptionnellement élevée de l'ensemble de l'économie canadienne. Dans ces circonstances, les autorités canadiennes, en étroite collaboration, surveillent la situation financière du secteur des ménages et réagissent comme il se doit. Aujourd'hui, les autorités fédérales ont pris des mesures additionnelles prudentes venant à point nommé afin d'appuyer la stabilité à long terme du marché canadien du logement et de limiter le risque d'excès financiers.

Dans ce contexte, dans la mesure où l'expansion se poursuit et l'offre excédentaire notable au sein de l'économie se résorbe graduellement, il se peut qu'une réduction modeste de la détente monétaire considérable actuellement en place au Canada devienne appropriée, de façon à atteindre la cible d'inflation de 2 % à moyen terme. Le moment et le degré de toute réduction seront évalués avec soin, en fonction de l'évolution économique nationale et internationale.

Comme je l'ai fait valoir aujourd'hui, cette évolution à l'échelle du globe sera largement fonction de notre capacité d'assurer la viabilité d'un système mondial ouvert. Lors de la réunion du G20 tenue cette semaine à Los Cabos, au Mexique, les dirigeants ont réitéré que le multilatéralisme revêt une importance encore plus grande dans la conjoncture actuelle et demeure notre meilleur atout pour résoudre les difficultés auxquelles fait face l'économie du globe. Ils se sont engagés à mettre en œuvre rapidement et de façon cohérente l'ensemble des politiques convenues à l'appui d'un système financier stable et intégré à l'échelle mondiale.

Cette résolution est de bon augure pour la transformation à l'échelle du globe et pour la réalisation du potentiel de prospérité au Canada.