



BANQUE DU CANADA  
BANK OF CANADA

---

**Discours prononcé par Mark Carney  
gouverneur de la Banque du Canada  
devant la Vancouver Island Economic  
Alliance  
Nanaimo (Colombie-Britannique)  
le 15 octobre 2012**

# L'incertitude et la reprise à l'échelle mondiale

## Introduction

C'est un plaisir pour moi de prendre la parole à Nanaimo, au Sommet de la Vancouver Island Economic Alliance. Comme la Colombie-Britannique constitue la voie d'accès du Canada à l'Asie, vous êtes bien conscients des interconnexions de l'économie mondiale. Pour le bénéfice de milliards de personnes, des biens, des capitaux et des idées traversent les frontières comme jamais auparavant.

Malheureusement, l'angoisse se propage également. C'est le sujet dont j'ai choisi de vous entretenir aujourd'hui.

Même si la « Grande Récession » est derrière nous, elle a été suivie d'un processus peu familier d'assainissement des bilans publics et privés dans les économies avancées. La profondeur et la durée de cette réduction des leviers d'endettement ne sont pas connues avec précision. La réduction des leviers d'endettement a pour effets de freiner la reprise mondiale ainsi que de mettre au jour des défis distincts dans diverses régions du monde.

La zone euro stagne; elle est confrontée à une crise sous-jacente de la balance des paiements. Les États-Unis sont au bord d'un précipice budgétaire. La Chine et les autres pays émergents tentent de soutenir une croissance rapide dans un contexte de faiblesse de la demande au sein de leurs marchés d'exportation traditionnels.

Un ralentissement synchronisé est en cours dans l'économie mondiale. La fin de semaine dernière, à Tokyo, lorsque le Fonds monétaire international (FMI) a abaissé ses prévisions de croissance, aucune région ou grande économie n'a été épargnée. En outre, le FMI a signalé que les risques à la baisse ont augmenté<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Voir les *Perspectives de l'économie mondiale du FMI : Une dette élevée et une croissance anémique*, octobre 2012, où est également abordée la question de l'incertitude. Internet : <http://www.imf.org/external/french/pubs/ft/weo/2012/02/pdf/textf.pdf>.

Dans ce contexte, il n'est guère surprenant que l'incertitude entourant les perspectives économiques du globe soit élevée. Celle-ci est exacerbée par les inquiétudes concernant la façon dont les décideurs publics s'y prendront pour relever ces défis. Cette incertitude aggravée vient compliquer la reprise, poussant les entreprises et les consommateurs à réduire leurs dépenses. On observe des signes de cette dynamique ici, au pays, les entreprises ressentant le poids de l'assombrissement des perspectives à l'échelle internationale.

Même si je ne serai pas en mesure de dissiper toutes ces inquiétudes aujourd'hui, mon objectif est d'expliquer les efforts déployés par les décideurs publics pour atténuer certaines incertitudes et de replacer certaines autres dans leur contexte propre.

## **L'incertitude et son incidence**

Il est tout à fait humain de réagir à l'incertitude avec prudence. Face à un contexte très volatile, les ménages évitent les dépenses majeures, comme l'achat d'une maison ou d'une voiture, et les entreprises retardent leurs gros investissements en capital ou l'embauche d'employés. L'incidence de telles décisions sur les investissements des entreprises peut être très prononcée. La raison en est que l'incertitude accroît la valeur de l'attente de nouvelles informations pour les firmes lorsqu'elles décident d'entreprendre d'importants projets, ce qui les amène à réduire leurs investissements courants<sup>2</sup>.

Il est évident que l'incertitude a des effets réels de ce type. Toutefois, le degré précis d'incertitude à un moment donné et l'influence de celle-ci sur l'activité économique ne peuvent être déterminés avec précision.

Selon des mesures standard de la volatilité des marchés financiers, comme l'indice VIX ou les volatilités implicites obtenues à partir des cours des options dans d'autres catégories d'actifs, le climat actuel ne semble pas particulièrement incertain<sup>3</sup>. De fait, bon nombre de ces mesures se situent à leur plus bas niveau depuis la crise.

Le réconfort offert par ces mesures de l'incertitude fondées sur le marché peut être trompeur. D'une part, elles peuvent être fortement influencées par l'apport exceptionnel de liquidité par les banques centrales. Cette liquidité a soutenu les marchés financiers et, par le fait même, a permis de se prémunir contre les risques à la baisse. L'effet d'atténuation des interventions des banques centrales ne durera peut-être pas si les facteurs fondamentaux de l'économie ne finissent pas par s'améliorer. Autrement dit, il pourrait y avoir une variation discontinue de la volatilité à un certain moment dans l'avenir.

Qui plus est, les volumes de transactions pour l'ensemble des catégories d'actifs ont généralement été faibles ces derniers mois; en effet, bon nombre de participants au marché détenant des montants élevés de liquidités ont adopté un comportement attentiste. La paralysie, plutôt que le manque de confiance,

---

<sup>2</sup> B. Bernanke (1983), « Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical Investment », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 98, n° 1, p. 85-106.

<sup>3</sup> Le VIX - nom usuel de l'indice de volatilité du Chicago Board Options Exchange - est une mesure très utilisée de la volatilité implicite des contrats d'option sur l'indice S&P 500. Il représente une estimation du marché de la volatilité à court terme du marché boursier.

pourrait mieux expliquer le recul observé de la volatilité réelle et implicite. Ce manque de conviction manifeste sur les marchés peut en soi être considéré comme un signe d'un niveau exceptionnel d'incertitude.

D'autres indicateurs, comme les enquêtes auprès des ménages et des entreprises, semblent davantage conformes à la perception de nombreuses personnes. Par exemple, d'après la dernière livraison de l'enquête *Small Business Problems & Priorities* menée par la National Federation of Independent Business des États-Unis, « l'incertitude entourant les conditions économiques » est arrivée au deuxième rang de la liste de problèmes les plus « graves ». « L'incertitude liée aux actions du gouvernement » s'est classée, pour sa part, au quatrième rang.

Un autre indice de l'incertitude concernant les politiques économiques aux États-Unis, construit par des chercheurs de Stanford, a affiché une nette tendance à la hausse ces dernières années<sup>4</sup>. Les chercheurs estiment que la hausse de l'incertitude liée aux politiques observée entre 2006 et 2011 a fait reculer le niveau du PIB réel des États-Unis d'environ 3 % et qu'elle s'est accompagnée d'une perte de quelque 2,3 millions d'emplois.

À l'aide d'une approche similaire, les chercheurs de la Banque du Canada ont estimé que l'accroissement de l'incertitude liée aux politiques depuis que la crise de la zone euro s'est intensifiée à nouveau à la fin de l'année dernière peut avoir retranché environ 1 % au niveau du PIB de la zone euro.

D'un point de vue analytique, il s'agit nettement ici d'une question de causalité : l'incertitude entraîne-t-elle un ralentissement de la croissance ou, à l'inverse, une période difficile sur le plan économique provoque-t-elle de plus grands dilemmes face à l'avenir? Il est évident que cela fonctionne dans les deux sens. Ainsi, il se peut que la combinaison actuelle de la faiblesse de l'activité économique et de l'incertitude accrue forme un cercle vicieux au sein de l'économie mondiale.

Il n'est pas surprenant que de l'incertitude plane quant à la réaction de l'économie mondiale à une période sans précédent de réduction des leviers d'endettement. Ce qui est davantage troublant, c'est l'incertitude manifeste entourant l'orientation des politiques économiques et l'efficacité perçue de celles-ci.

La question est de savoir ce que les autorités peuvent faire.

## **L'Europe**

Commençons par l'Europe.

L'économie de la zone euro stagne. Son PIB est toujours inférieur de 2 % au sommet qu'il avait atteint avant la crise, et la demande intérieure privée est inférieure de 6 %, ce qui est stupéfiant. Les causes de ces piètres résultats sont profondes.

---

<sup>4</sup> S. Baker, N. Bloom et S. Davies (2012), « Uncertainty and the Economy », *Policy Review*, n° 175. L'indice incorpore la couverture médiatique de l'incertitude économique associée aux politiques, le nombre de dispositions du régime fiscal devant arriver à échéance dans les années à venir et le degré de divergences de vues entre les prévisionnistes économiques.

Une interaction défavorable entre le repli de l'activité économique et les vulnérabilités des secteurs souverain et bancaire a compliqué encore davantage l'assainissement budgétaire.

Les pertes bancaires et les déficits budgétaires en Europe ne sont que les symptômes d'un mal sous-jacent plus grave : une crise de la balance des paiements. Pour pouvoir rembourser les créanciers dans les grandes économies d'Europe, les débiteurs des pays périphériques doivent redevenir concurrentiels. Même si certains progrès ont été réalisés, ce processus ne sera ni facile ni rapide.

Il existe deux façons de réduire les incertitudes pesant sur la situation en Europe.

Premièrement, on dit souvent que l'Europe subit une crise existentielle, autrement dit, l'existence même de l'euro est remise en question. Des actions récentes, menées notamment par la Banque centrale européenne (BCE), visent maintenant à contrer directement ce risque. La BCE a récemment mis sur pied un nouveau programme - le programme d'opérations monétaires sur titres (OMT) - conçu spécialement pour éliminer le risque que des pays quittent la zone euro et réintroduisent leur propre monnaie.

En un mot, sous réserve de certaines conditions, la BCE veillera à ce que les rendements des obligations d'État à court terme de tout pays de la zone euro reflètent uniquement le risque de crédit de cet emprunteur souverain et non le risque que ce pays quitte la zone euro<sup>5</sup>. En procédant ainsi pour faire baisser les rendements, la BCE améliorera sensiblement la transmission de la politique monétaire, et les perspectives d'une reprise économique en Europe n'en seront, par le fait même, que meilleures.

Deuxièmement, il serait utile que les autorités européennes redéfinissent les attentes des citoyens et des participants au marché en ce qui a trait à l'horizon temporel au cours duquel l'union monétaire européenne sera refondée. Vous êtes sans doute conscients qu'une série apparemment sans fin de sommets de crise au sujet de l'euro se sont tenus au cours des dernières années, dont dix-neuf au niveau des dirigeants depuis deux ans. Même si des progrès notables ont été accomplis, *aucune* de ces réunions n'aurait pu permettre de *résoudre* la question.

Pour que l'union monétaire de la zone euro soit viable, plusieurs réformes seront nécessaires au cours d'une période de trois à cinq ans, à savoir :

- des changements institutionnels indispensables, notamment une union bancaire;
- une union budgétaire plus étroite, englobant un système de transfert fiscal et une forme quelconque de mutualisation de la dette souveraine;

---

<sup>5</sup> En vertu de ce programme, la BCE sera en mesure d'acheter, sans limites, des dettes des États souverains assorties d'échéances de un à trois ans. La participation à ce programme est réservée aux pays membres qui prennent part à un programme du Fonds européen de stabilité financière ou du Mécanisme européen de stabilité. Cette disposition est cruciale, car les achats seront faits sous strictes conditions afin d'assurer que les pays poursuivent la mise en œuvre des réformes requises.

- des réformes permettant d'améliorer la flexibilité du marché du travail et la mobilité de la main-d'œuvre, ainsi que des mesures visant à favoriser la concurrence et la productivité dans les marchés de produits;
- des réductions constantes des déficits budgétaires (corrigés des variations cycliques).

En redéfinissant les attentes en fonction d'un échéancier réaliste et en veillant à ce que les programmes de financement offerts aux pays soient suffisants pendant cette période, les autorités européennes pourraient mettre un terme à la succession de sommets de crise et, ainsi, réduire l'incertitude pesant sur les politiques.

## **Le ralentissement en Chine**

Dans les économies émergentes, la décélération de la croissance ces derniers mois a été plus prononcée que prévu. En Chine, le PIB réel a crû de 7,6 % au deuxième trimestre, ce qui représente le rythme le plus lent enregistré en trois ans, et, selon des données récentes, le taux de croissance devrait poursuivre sa descente au troisième trimestre.

Le ralentissement de la croissance en Chine tient à deux grandes influences. Premièrement, la demande d'exportations chinoises a diminué, en raison surtout de la récession en Europe, le principal partenaire commercial de la Chine.

Deuxièmement, les mesures de politique antérieures en Chine font sentir leurs effets. Compte tenu de la vulnérabilité grandissante du secteur du logement, des signes accrus d'un surinvestissement ainsi que du niveau d'inflation supérieur à la cible, les autorités ont réagi de façon appropriée en resserrant les politiques monétaire et macroprudentielle une fois que l'économie s'est relevée de la crise mondiale de 2008-2009.

Compte tenu de ces excès, le tassement de la croissance en Chine, qui s'est établie à des niveaux plus soutenables, est bien accueilli. Toutefois, les signes récents donnant à penser que le ralentissement de l'économie chinoise pourrait se révéler trop prononcé ont incité les autorités à inverser en partie le resserrement passé de leurs politiques. Ce processus s'est amorcé avec les importantes mesures de relance budgétaire annoncées dernièrement.

Néanmoins, une incertitude notable demeure quant à la rapidité avec laquelle la Chine peut ajuster son modèle de croissance. Les limites d'une stratégie d'expansion axée sur l'exportation étant maintenant évidentes, le rééquilibrage vers des sources de croissance intérieures s'avère nécessaire. Or, les séries de mesures de relance adoptées précédemment semblent avoir alimenté l'investissement résidentiel et les investissements fixes des entreprises, qui étaient déjà à des niveaux très élevés, plutôt que la consommation, qui reste exceptionnellement faible.

Les mesures de relance appropriées risquent, encore une fois, de ne pas produire leurs effets là où elles le devraient.

Pour des observateurs de l'extérieur, l'incertitude entourant les perspectives économiques de la Chine se trouve aggravée par la difficulté d'obtenir des renseignements fiables sur l'ampleur du ralentissement passé de l'économie.

Cela dit, il est important de mettre en contexte les résultats récents obtenus par la Chine. La Banque du Canada prévoit que la croissance du PIB chinois s'établira en moyenne à quelque 7,5 % au cours des prochaines années. Bien que ce taux soit nettement inférieur aux taux insoutenables dans les deux chiffres enregistrés ces dernières années, il est encore considérable. De fait, cette progression de 7,5 % du PIB réel chinois en 2012 injectera environ 800 milliards de dollars de plus dans l'économie mondiale, un montant équivalent (en termes réels) à l'expansion de 14 % en Chine en 2007 et à approximativement deux fois la valeur en dollars de la croissance aux États-Unis cette année.

## **Les perspectives aux États-Unis**

La reprise aux États-Unis demeure modeste, ce qui cadre avec l'expérience vécue par d'autres économies avancées qui ont subi des crises financières. Bien que les défis budgétaires continuent de menacer, la reprise semble reposer sur des bases un peu plus solides.

Les ménages américains ont récupéré plus des deux tiers des 16 billions de dollars de la valeur nette qu'ils ont perdus à la suite de la crise. Même s'il faudra encore plusieurs années avant que les ménages regagnent le terrain perdu, le processus de réduction de leur levier d'endettement semble bien avancé, surtout maintenant que le marché du logement aux États-Unis commence à se redresser.

De plus, les grandes banques américaines ont considérablement augmenté leurs fonds propres, et les bilans des entreprises américaines sont très solides.

Malgré ces progrès, la dette totale de l'ensemble des secteurs économiques aux États-Unis n'a pas bougé, se maintenant à son sommet de quelque 250 % du PIB. Le fardeau de la réduction du levier d'endettement dans ce pays est donc passé, en quelque sorte, du secteur privé au secteur public.

Il est clair que le fardeau de la dette publique américaine va devoir être allégé à moyen terme. La façon précise dont on s'y prendra est moins évidente. La loi actuelle prévoit des augmentations d'impôt et des compressions de dépenses entrant automatiquement en vigueur en janvier prochain, qui correspondent à environ 4 % du PIB - ce qu'on appelle le « précipice budgétaire ». Si les autorités ne modifient pas la loi, ce freinage budgétaire substantiel va vraisemblablement faire replonger l'économie américaine dans une récession l'an prochain. Ce n'est pas ce que nous prévoyons, mais tout comme d'autres, nous n'avons aucune certitude à cet égard.

Des signes montrent que l'incertitude entourant la résolution du problème du précipice budgétaire a déjà des répercussions négatives. Même si l'impression générale qui se dégage des données relatives aux États-Unis s'est légèrement améliorée récemment et que les marchés financiers ont bien tenu le coup, les indicateurs à fréquence élevée concernant les investissements des entreprises de ce pays - où on s'attendrait à voir la plus forte incidence de l'incertitude - se sont inscrits en baisse. Par exemple, les nouvelles commandes de biens d'équipement ont vivement reculé, soit de 26 % ces trois derniers mois. Ce résultat est de loin le plus faible enregistré depuis la fin de la récession.

La Banque fait l'hypothèse que les États-Unis finiront par s'éloigner du précipice budgétaire. Même en tenant compte de cette hypothèse, la Banque prévoyait dans sa livraison de juillet du *Rapport sur la politique monétaire* que le freinage budgétaire aux États-Unis retrancherait 1 point de pourcentage à la croissance en 2012 et 1,5 point en 2013 et en 2014. Dans un tel scénario, le choc économique à court terme est en grande partie évité, mais l'assainissement des finances publiques est toujours nécessaire, tout comme dans n'importe quel scénario plausible.

Un plan budgétaire à moyen terme clair, logique et résolu des autorités américaines, qui montre comment cet assainissement sera réalisé, aiderait à atténuer une grande incertitude, qui autrement persisterait.

Sur une note plus positive, les interventions récentes de la Réserve fédérale ont effectivement atténué l'incertitude. En particulier, la Réserve fédérale a procuré une plus grande certitude en indiquant que son taux directeur devrait être maintenu à des niveaux extrêmement bas jusqu'au milieu de 2015. Elle l'a aussi fait à l'égard de sa fonction de réaction, en liant d'éventuelles mesures de politique monétaire non traditionnelles à des améliorations substantielles des perspectives d'évolution du marché du travail aux États-Unis. De plus, elle a indiqué qu'elle laissera sa politique très expansionniste en place « longtemps après que la reprise économique se sera renforcée ».

Si les conditions en venaient à se détériorer et qu'il faille accentuer la détente monétaire, la banque centrale américaine pourrait accroître encore davantage la certitude en précisant certains points, comme les objectifs chiffrés exacts qu'elle vise et l'échéancier prévu pour les atteindre.

La Réserve fédérale n'a pas seulement communiqué de façon plus nette; elle a aussi annoncé son intention d'acheter pour 40 milliards de dollars de titres par mois - une stratégie surnommée QE3 (ou troisième programme d'assouplissement quantitatif). Ce programme, tout comme les précédents, devrait soutenir la reprise aux États-Unis directement en faisant baisser les taux d'intérêt et, de manière plus générale, par l'intermédiaire de ce qu'il est convenu d'appeler l'effet de rééquilibrage des portefeuilles. Celui-ci tend à faire augmenter les prix des actifs et à faire baisser le cours du dollar É.-U. On estime que l'incidence globale de ce programme sur le Canada est légèrement favorable, compte tenu de ses implications positives pour les économies américaine et mondiale ainsi que de la hausse des prix des produits de base qui en résulte.

### **Qu'est-ce que tout cela signifie pour le Canada?**

L'incertitude élevée à l'échelle du globe freine la croissance économique mondiale et, par le fait même, la demande d'exportations canadiennes. En outre, certains signes montrent que cette incertitude pèse sur l'activité intérieure. Selon la plus récente enquête trimestrielle de la Banque sur les perspectives des entreprises, dont les résultats ont été diffusés ce matin, les entreprises canadiennes font maintenant preuve de davantage de prudence pour ce qui est des nouvelles dépenses en immobilisations et sont moins enclines à accroître

leurs effectifs<sup>6</sup>. Dans ce contexte marqué par une croissance lente de l'économie mondiale et une incertitude concernant la demande, les firmes ont également modéré leurs attentes à l'égard des ventes pour les douze prochains mois.

Cependant, bien que l'économie canadienne ressente les effets de l'angoisse qui règne dans le monde, les principales sources d'inquiétude à l'étranger sont toutes des points qui inspirent une confiance justifiée ici au pays. Le Canada jouit de saines finances publiques. La politique monétaire est claire et crédible. Le système financier canadien s'est révélé l'un des plus résilients au monde tout au long de la crise. Depuis, il a gagné en robustesse. Une chose sur laquelle les entreprises canadiennes peuvent compter, c'est que leur système financier sera là si les temps durs reviennent.

Dans ce monde incertain, donc, le Canada est considéré, à juste titre, comme une destination de choix pour les investissements. Cette situation a d'importantes répercussions sur les conditions financières canadiennes. Les entrées de capitaux font généralement grimper la valeur de notre dollar, faisant souffler un vent contraire sur l'économie canadienne. Toutefois, les capitaux étrangers ont aussi tendance à pousser les prix des actifs à la hausse et les taux d'intérêt à long terme à la baisse, ce qui favorise la croissance intérieure. La Banque tient compte de tous ces facteurs lorsqu'elle formule la politique monétaire.

La Banque procure autant de certitude que possible dans la conduite de la politique monétaire. Bien qu'elle ne puisse manifestement pas décider d'événements sur lesquels elle n'a pas de prise, elle peut faire preuve de transparence quant aux attentes qu'elle a ou à la manière dont elle réagirait devant divers scénarios. Elle doit notamment être claire à propos du rôle que joue la politique monétaire pour appuyer la stabilité financière au Canada. Par exemple, si elle devait contrer de nouveaux déséquilibres touchant la dette des ménages, elle l'annoncerait clairement et indiquerait combien de temps elle estime qu'il faudrait avant que l'inflation retourne à la cible de 2 %<sup>7</sup>.

## **Conclusion**

Permettez-moi de conclure.

Il y a 80 ans, face à une conjoncture économique plus difficile qu'aujourd'hui, Franklin D. Roosevelt a lancé cette fameuse boutade aux Américains : « la seule chose que nous ayons à craindre est la crainte elle-même ». Mais ce que nous vivons n'est pas la Grande Dépression. Le FMI prévoit que le taux de croissance de l'économie mondiale s'établira à un peu plus de 3 % cette année et l'an prochain, soit juste en dessous de la moyenne des dix dernières années. Il serait plus juste de dire que le climat actuel est empreint d'incertitude plutôt que de crainte. Quoi qu'il en soit, l'esprit de ce commentaire de Roosevelt s'applique ici - nous devons prendre garde de laisser l'incertitude dicter notre conduite, nous

---

<sup>6</sup> Banque du Canada (2012), *Enquête sur les perspectives des entreprises*, automne.

<sup>7</sup> Banque du Canada, *Reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation : document d'information* - novembre 2011.



faire rater des occasions avantageuses et, de façon plus générale, aggraver les défis bien réels, mais encore gérables, auxquels est confrontée l'économie mondiale.

Dans les périodes d'incertitude extrême sur les plans économique et politique, l'audace et la rapidité donnent de bons résultats, comme les banques centrales des États-Unis, du Royaume-Uni et de la zone euro l'ont montré.

Nous, les Canadiens, devons concentrer nos efforts sur ce que nous pouvons maîtriser. Nous ne pouvons pas sauver l'euro, régler le problème du précipice budgétaire aux États-Unis ou relancer le marché américain du logement. Devrions-nous nous contenter d'attendre dix ans que les économies en crise mènent à terme leur processus de réduction du levier d'endettement? Devrions-nous baisser nos attentes? Ou ne devrions-nous pas prendre notre destin en main en tirant parti de nos forces dans le nouvel environnement mondial? Nous pouvons améliorer la situation concernant la faible croissance de la productivité au Canada et mettre davantage l'accent sur les marchés émergents. Et nous pouvons continuer d'investir dans notre plus grande ressource : nos gens.

Dans ce contexte, le *Rapport sur la politique monétaire* qui paraîtra la semaine prochaine contiendra une mise à jour complète des perspectives établies par la Banque au sujet de la croissance économique et de l'inflation au Canada. Il tiendra compte de l'incidence de l'incertitude dont je viens de parler aujourd'hui. La Banque prendra toutes les mesures qui s'imposent pour atteindre la cible d'inflation de 2 % à moyen terme. Cette certitude est notre contribution pour veiller à ce que les Canadiens puissent investir et planifier en toute confiance.