



**Discours prononcé par Tiff Macklem
premier sous-gouverneur
de la Banque du Canada
Conférence W. Edmund Clark
Université Queen's
Kingston (Ontario)
le 10 janvier 2013**

Réorienter notre croissance économique

Introduction

Je suis ravi d'être à Queen's. C'est lorsque j'étais étudiant ici que je me suis découvert une passion pour l'économie et son potentiel pour éclairer les politiques publiques. Et c'est aussi dans cette université que j'ai rencontré une belle et brillante étudiante en commerce avec qui je suis marié depuis plus de 25 ans. Notre fils aîné est actuellement en quatrième année à Queen's, dont il sera bientôt diplômé, je l'espère. Et avant nous, mon père a étudié à Queen's. C'est dire que Queen's joue depuis longtemps un grand rôle dans notre famille et j'aime toujours y revenir.

C'est un honneur bien particulier pour moi d'être ici pour prononcer la prestigieuse conférence W. Edmund Clark. Ed Clark a eu une carrière remarquable dans la fonction publique fédérale canadienne avant de devenir un grand dirigeant dans le secteur des services financiers. Son succès dans les secteurs tant public que privé et surtout les contributions qu'il a apportées au renforcement de l'économie canadienne sont une source d'inspiration pour nous tous. Il va donc de soi, aujourd'hui, que je vous parle de la mise en valeur de nos atouts économiques.

Comme vous le savez fort bien, la réussite scolaire repose en grande partie sur votre préparation, votre détermination et votre confiance. Il en va de même lorsqu'il s'agit de relever les défis économiques.

Dans mon exposé aujourd'hui, j'examinerai comment ces mêmes qualités ont aidé le Canada à progresser plus vite que les autres grandes économies avancées durant la récession et la reprise qui ont eu lieu récemment à l'échelle mondiale. J'indiquerai aussi que, pour conserver notre avance, nous devons mettre à profit nos atouts, avec détermination et confiance, et réorienter notre croissance de manière à ce qu'elle repose moins sur les dépenses des ménages financées par le crédit et plus sur les exportations, l'investissement et l'innovation.

Je procéderai en deux étapes. Dans un premier temps, je prendrai huit minutes pour vous présenter un aperçu de mon exposé – autrement dit, la version abrégée. Ensuite, je profiterai du temps qui m'est accordé pour entrer dans le détail et vous faire part des données et de l'analyse sous-jacentes.

Version abrégée

L'actualité économique et financière internationale a de quoi donner le vertige. L'économie américaine enregistre la plus faible reprise qu'elle ait connue depuis la Grande Dépression, et le pays est maintenant confronté aux réalités de ses finances publiques. La zone euro est retombée en récession et doit se fonder sur de nouvelles bases. L'économie japonaise bat de l'aile.

Par comparaison, le Canada affiche une bonne tenue. Il a eu la récession la plus courte et la reprise la plus forte parmi les grandes économies avancées. De fait, il est le seul membre de ce groupe à avoir retrouvé les niveaux observés avant la récession *tant* pour le PIB réel que pour l'emploi (**Graphique 1** et **Graphique 2**). Le Canada est le seul en expansion.

Pourquoi avons-nous fait si bonne figure?

Il serait présomptueux de penser que c'est parce que nous sommes plus intelligents, plus instruits, plus inventifs et plus travailleurs. La vérité est moins flatteuse.

Nous avons affronté nos crises plus tôt.

Dans les années 1970, nous avons perdu notre point d'ancrage monétaire et subi les répercussions néfastes d'une inflation élevée et variable.

Au milieu des années 1980, deux banques canadiennes ont fait faillite et deux autres n'ont réussi à s'en tirer qu'en fusionnant avec des institutions plus grandes.

Au milieu des années 1990, les répercussions de la crise du peso mexicain ont ouvert les yeux des investisseurs étrangers sur la précarité de nos finances publiques, et nous avons été aux prises avec notre propre crise de la dette souveraine.

Si nous pouvons nous féliciter de quelque chose, c'est d'avoir tiré les leçons de nos erreurs. Au lendemain de chacune de ces crises, nous avons mis en place de solides cadres de politiques.

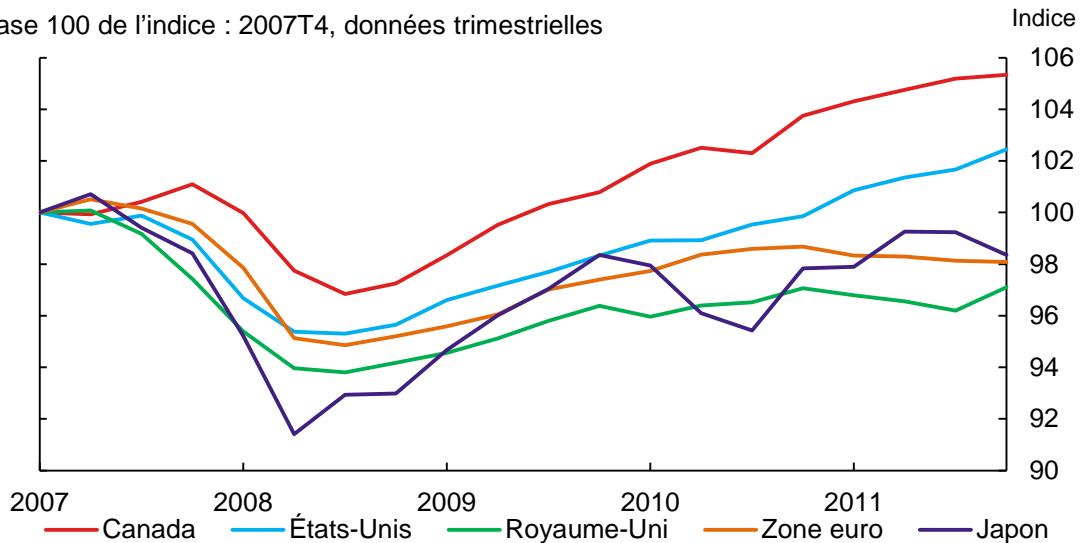
En 1991, le Canada est devenu le deuxième pays au monde à adopter une cible d'inflation. Le changement de comportement de l'inflation qui en a résulté a été manifeste. Depuis l'adoption de la cible de 2 %, l'inflation moyenne s'est établie très près de ce niveau, et sa variabilité, mesurée par son écart-type, a diminué des deux tiers (**Graphique 3**).

À la suite des faillites bancaires des années 1980, le gouvernement a créé un nouvel organisme de réglementation prudentielle, le Bureau du surintendant des institutions financières, auquel il a confié un mandat clair et le pouvoir de prendre les mesures correctives nécessaires sans délai. Les normes de réglementation financière ont été portées au-dessus des exigences minimales internationales, et la supervision ainsi que la surveillance ont été renforcées.

Graphique 1 : Le Canada est le premier pays à se remettre des pertes subies lors de la récession

PIB réel

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



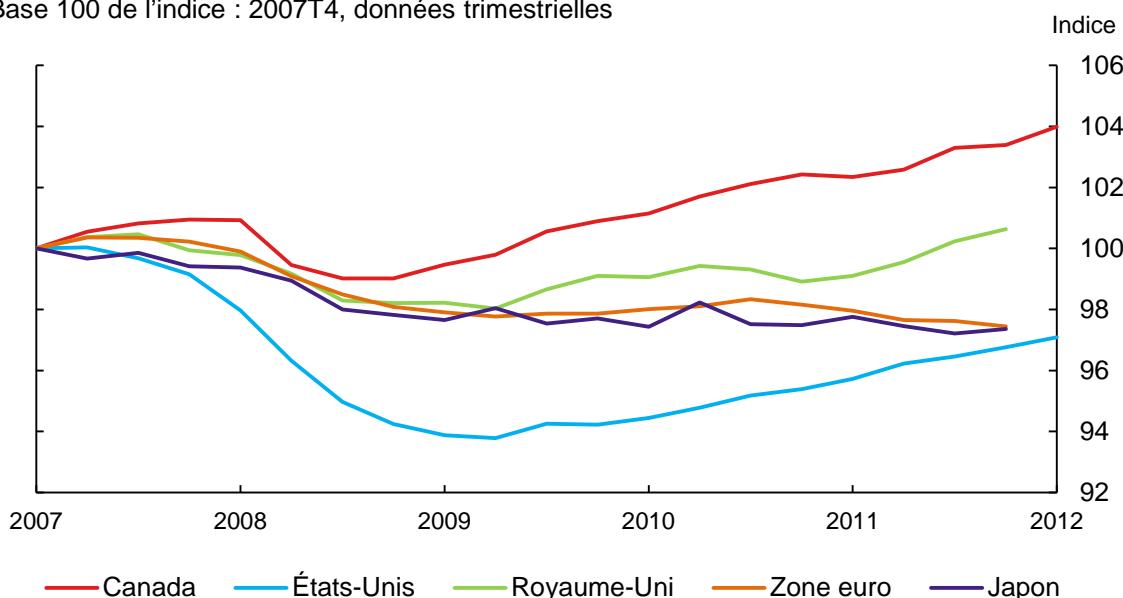
Sources : Statistique Canada, Bureau of Economic Analysis des États-Unis, Office for National Statistics (Royaume-Uni), Eurostat, Bureau du Cabinet (Japon) et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2012T3

Graphique 2 : Le Canada a regagné plus d'emplois qu'il n'en avait perdu

Emploi

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



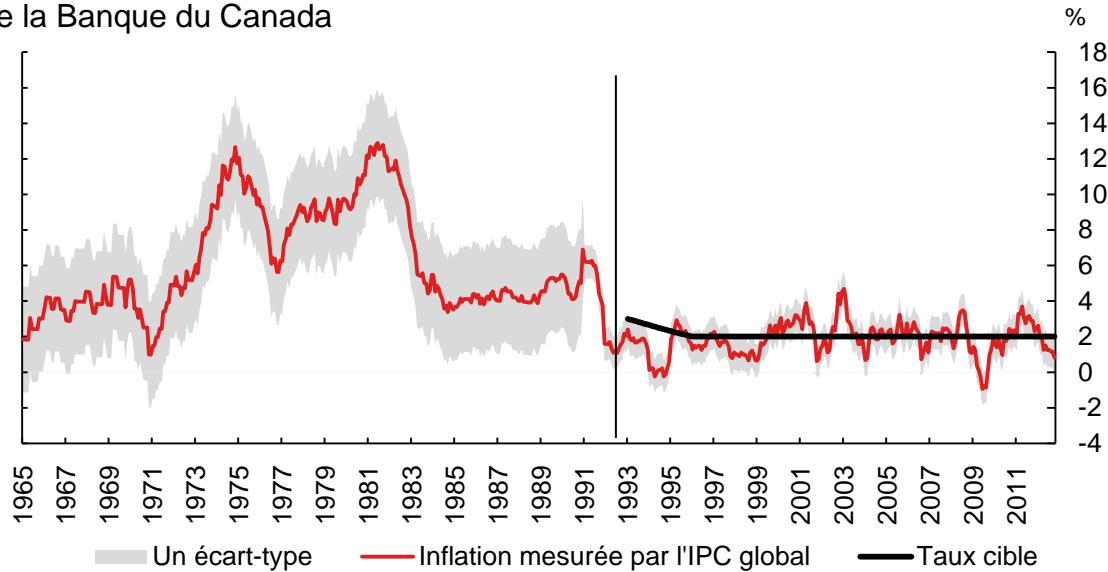
Nota : Emploi mesuré en fonction de la définition nationale de chaque pays

Sources : Statistique Canada, Bureau of Labor Statistics des États-Unis, Office for National Statistics (Royaume-Uni), Banque centrale européenne, ministère de la Santé, du travail et du bien-être du Japon et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2012T4 (Canada et États-Unis), 2012T3 (autres)

Graphique 3 : Au cours des 20 dernières années, l'inflation s'est établie à 2 % en moyenne

Inflation mesurée par l'IPC global et cible de maîtrise de l'inflation de la Banque du Canada



Sources : Statistique Canada et Banque du Canada

Dernière observation : novembre 2012

La transformation des finances publiques qui a suivi notre crise de la dette souveraine a été tout aussi marquante. Après avoir laissé le ratio de la dette publique au PIB s'accroître presque sans interruption de 1975 à 1995, les gouvernements successifs ont enregistré des surplus budgétaires pendant dix ans, si bien que le ratio est passé de presque 70 % en 1995 à 22 % en 2008 (**Graphique 4**). Résultat, le Canada qui, en 1995, arrivait au deuxième rang des pays du G7 ayant le ratio le plus élevé, juste après l'Italie, affiche aujourd'hui le ratio le plus faible (**Graphique 5**).

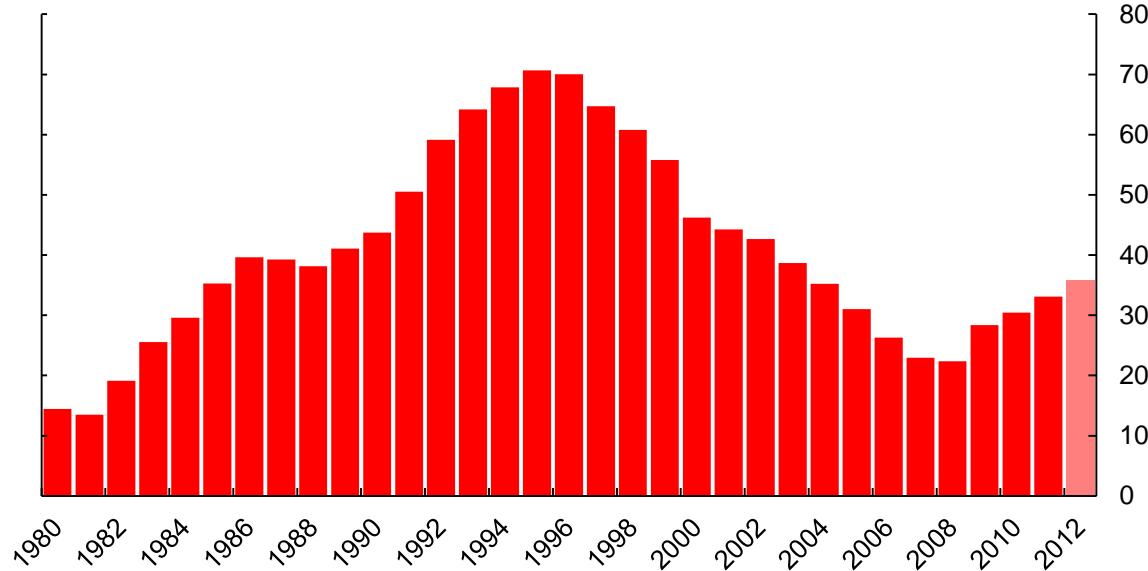
Ce qui est aussi important, c'est que nous n'avons pas dévié de la discipline de ces cadres de politiques fondamentaux et avons continué de les renforcer, même lorsque nos crises sont devenues chose du passé. Ces cadres ont été bénéfiques au Canada jusque dans le nouveau millénaire : pendant presque deux décennies, ils ont constitué la base d'une croissance solide et stable. Mais c'est durant la récente crise financière mondiale qu'ils ont montré toute leur valeur.

Au Canada, aucune banque n'a fait faillite ou n'a eu à être renflouée et notre système financier a continué de procurer du crédit aux ménages et aux entreprises. Ainsi, lorsque la Banque du Canada, guidée par sa cible d'inflation, a abaissé le taux directeur près de zéro et a adopté une mesure non traditionnelle en prenant l'engagement conditionnel de laisser ce taux inchangé pendant plus d'un an, les effets stimulants de la politique monétaire se sont fait sentir profondément¹. Cette intervention des autorités monétaires a été étayée par un vaste programme de relance budgétaire prévoyant des dépenses d'infrastructure, des baisses d'impôt et des mesures visant à bonifier l'assurance-emploi et à améliorer la formation et le perfectionnement professionnel. Pris ensemble, le fonctionnement continu de notre secteur financier et les mesures exceptionnelles de relance monétaire et budgétaire nous

ont permis d'enregistrer le recul le moins prononcé et, de loin, la reprise la plus rapide de la demande intérieure finale parmi les grandes économies avancées (**Graphique 6**).

Graphique 4 : Le Canada a réduit sa dette nette de façon notable

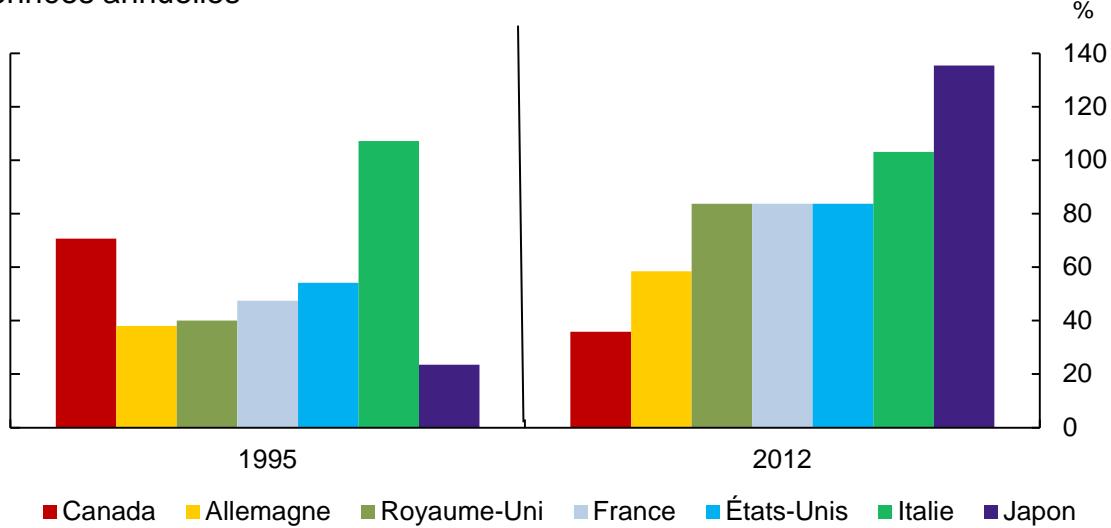
Dette nette des administrations publiques en pourcentage du PIB,
données annuelles



Nota : La barre ombrée (2012) correspond à une estimation.
Source : Fonds monétaire international, *Fiscal Monitor*, octobre 2012

Graphique 5 : La dette du Canada est maintenant la plus faible des pays du G7

Dette nette des administrations publiques en pourcentage du PIB,
données annuelles

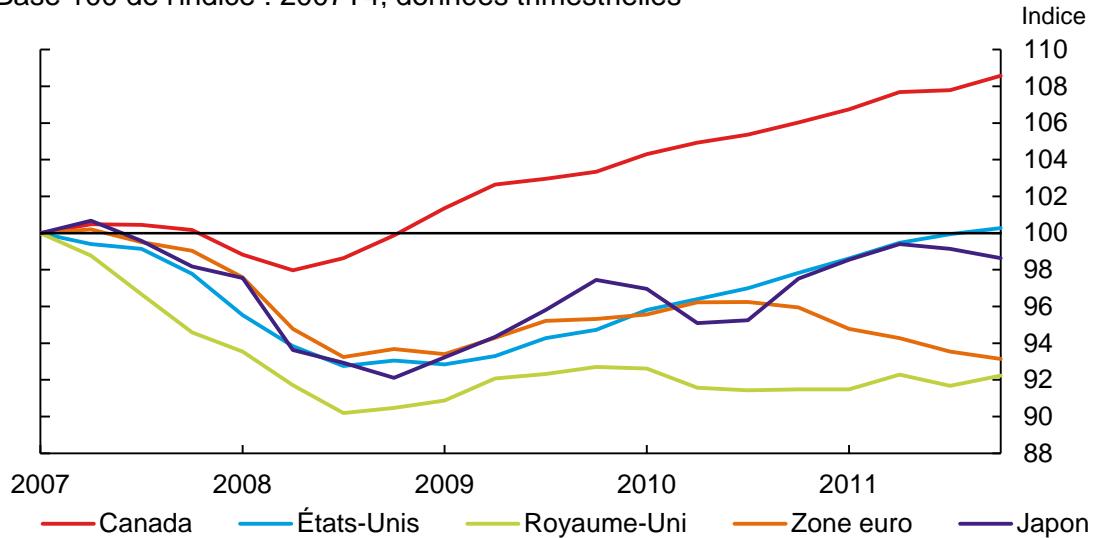


Nota : Les chiffres relatifs à la dette pour 2012 sont des projections du Fonds monétaire international tirées de la livraison d'octobre 2012 des *Perspectives de l'économie mondiale*.
Source : Fonds monétaire international

Dernière observation : 2012

Graphique 6 : La demande intérieure finale s'est redressée rapidement au Canada

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



Nota : La demande intérieure privée englobe les dépenses de consommation, les investissements des entreprises ainsi que l'investissement résidentiel, sauf pour la zone euro et le Royaume-Uni, où elle comprend aussi les investissements publics.

Sources : Banque du Canada, Statistique Canada, Bureau of Economic Analysis des États-Unis, Eurostat, Bureau du Cabinet (Japon) et Office for National Statistics (Royaume-Uni) par l'entremise de l'agence Haver Analytics

Dernière observation : 2012T3

Une préparation poussée conjuguée à des interventions résolues et à une exécution assurée ont porté leurs fruits.

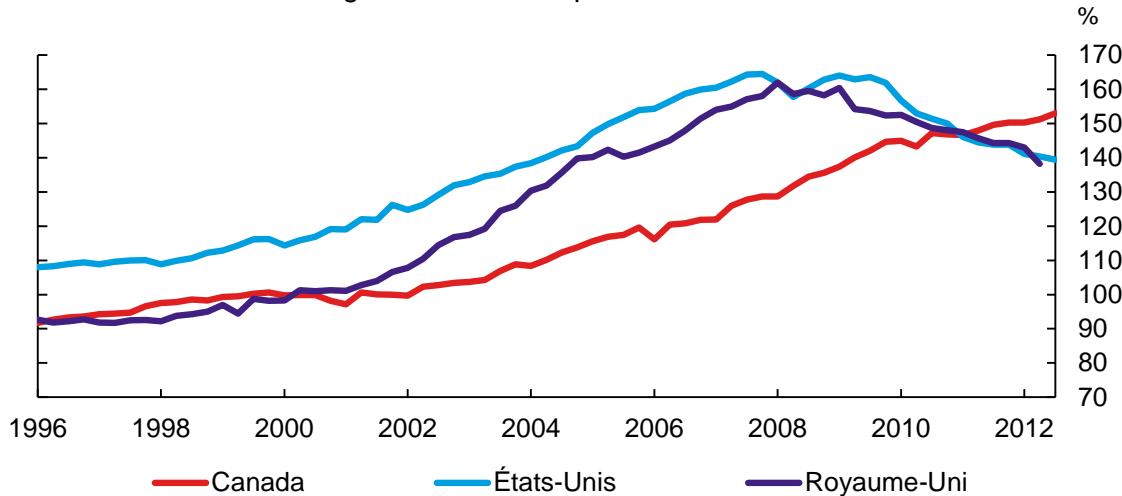
Maintenant que la récession est terminée, les mesures extraordinaires de relance budgétaire ont pris fin. La Banque du Canada a mis sa politique exceptionnelle de côté, retirant son engagement conditionnel et relevant le taux directeur à 1 %. Cependant, compte tenu des vents contraires venant de l'étranger - sous la forme d'une reprise mondiale atone et d'une incertitude élevée - et de la vigueur persistante du dollar canadien, le taux directeur a été maintenu à 1 %, même lorsque les conditions financières se sont améliorées à l'échelle du globe et que les taux d'intérêt débiteurs au pays sont descendus pour avoisiner des creux historiques. Cette situation a favorisé les dépenses des ménages de manière continue.

Aussi fructueux qu'il ait été, ce modèle de croissance atteint maintenant ses limites.

À l'heure actuelle, les bilans des ménages sont sous tension. Après onze années consécutives au cours desquelles leurs dépenses ont dépassé leur revenu disponible, les ménages ont vu le fardeau de leur dette s'alourdir considérablement. La dette des ménages en proportion du revenu disponible s'est accrue de presque 60 points de pourcentage et atteint maintenant 165 %², si bien que les Canadiens sont aujourd'hui plus endettés que les Américains ou les Britanniques (**Graphique 7**)³. La part du PIB du Canada que représente l'activité dans le secteur du logement atteint presque un niveau record actuellement, et on observe des signes de surconstruction et de surévaluation dans certains segments de ce marché. Sous l'effet du dynamisme des dépenses

Graphique 7 : Les Canadiens sont maintenant plus endettés que les Américains ou les Britanniques

Ratio de la dette des ménages au revenu disponible



Nota : Aux fins de comparaisons entre pays, les données canadiennes englobent les ménages et les institutions sans but lucratif au service des ménages, et la définition du revenu disponible est corrigée, ce qui explique la différence entre le graphique et le chiffre de 165 % mentionné dans le texte.

Sources : Statistique Canada et Haver Analytics

Dernières observations : 2012T3 (Canada et États-Unis), 2012T2 (Royaume-Uni)

par rapport au revenu, la balance courante du Canada est déficitaire depuis quatre ans.

Ces tendances ne sont pas viables.

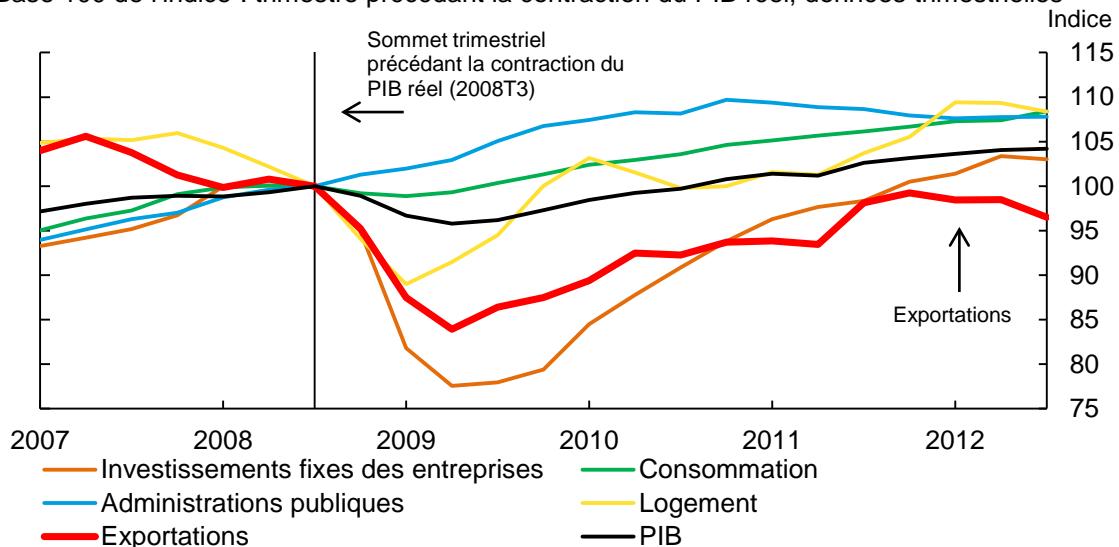
Mais heureusement, on voit maintenant des signes qu'une correction progressive de ces déséquilibres pourrait être en cours. Il est trop tôt pour dire si elle se poursuivra, et des risques planent tant à la hausse qu'à la baisse. Cette correction pourrait se révéler de courte durée, et les tendances insoutenables pourraient persister pendant un certain temps. Ou elle pourrait s'accélérer, au risque de provoquer un ajustement trop prononcé et trop rapide. Une correction graduelle est souhaitable pour réduire les vulnérabilités et éviter un ajustement futur plus important, plus abrupt et déstabilisateur.

Même si une correction graduelle est souhaitable, il faut que la progression des dépenses des ménages reposant sur un endettement grandissant soit remplacée par autre chose, sinon la croissance économique ralentira au Canada. La composante de la demande qui a été le plus à la traîne s'avère être les exportations (**Graphique 8**). En effet, les exportations constituent la seule composante du PIB qui est restée en-deçà du sommet atteint avant la récession. Leur progression a aussi laissé à désirer comparativement à celle des exportations de la plupart des autres économies avancées (**Graphique 9**). Pour relancer les exportations, il faudra des investissements, qui ont été la deuxième composante la plus faible du PIB.

Graphique 8 : Les exportations demeurent en-deçà du niveau auquel elles se situaient avant la récession

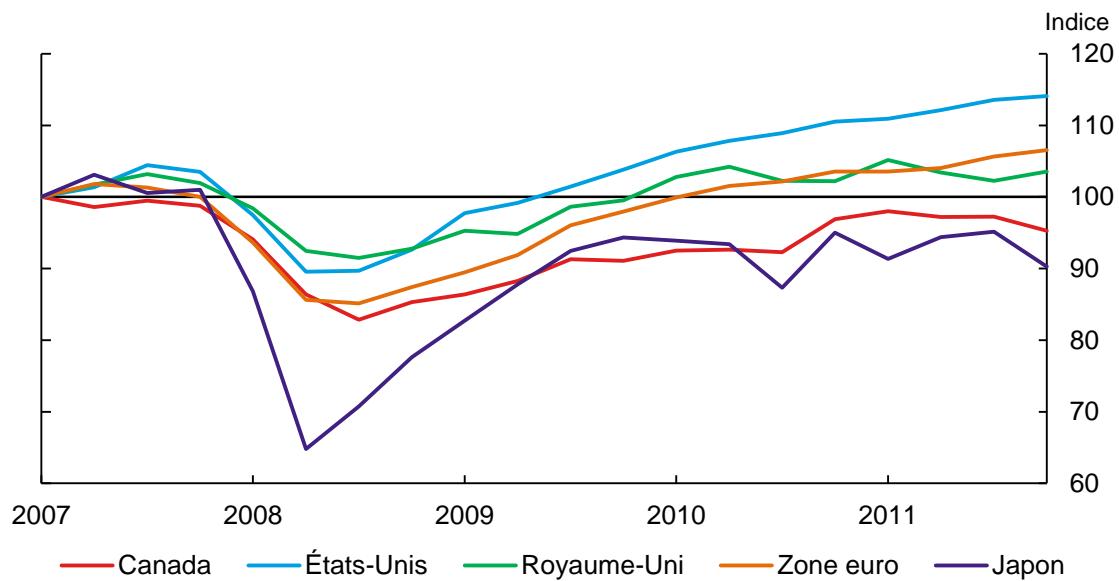
Évolution comparative de certaines composantes principales du PIB réel au cours du dernier cycle

Base 100 de l'indice : trimestre précédent la contraction du PIB réel, données trimestrielles



Graphique 9 : Les exportations canadiennes ont affiché une moins bonne tenue que celles de la plupart des grandes économies avancées

Base 100 de l'indice : 2007T4, données trimestrielles désaisonnalisées



Que faut-il faire?

Premièrement, apprendre des erreurs des autres pour être prêts à faire face aux risques qui nous attendent. Deuxièmement, nous attaquer à nos points faibles de façon claire et déterminée. Et troisièmement, mettre à profit nos atouts avec confiance.

Nous avons la chance d'en avoir beaucoup :

- une main-d'œuvre instruite et de plus en plus efficace;
- un accès privilégié aux capitaux à l'échelle mondiale;
- des matières premières abondantes;
- un système financier résilient;
- de saines politiques monétaire et budgétaire.

Si nous tirons parti de ces atouts, il n'y a aucune raison pour que nous ne réussissions pas à réorienter notre croissance et à conserver notre première place parmi les pays avancés.

C'était la version courte de mon exposé. Je vais maintenant consacrer le reste de cette conférence à vous expliquer ce que ces recommandations quelque peu abstraites signifient concrètement.

Deux défis

Des consommateurs fortement endettés

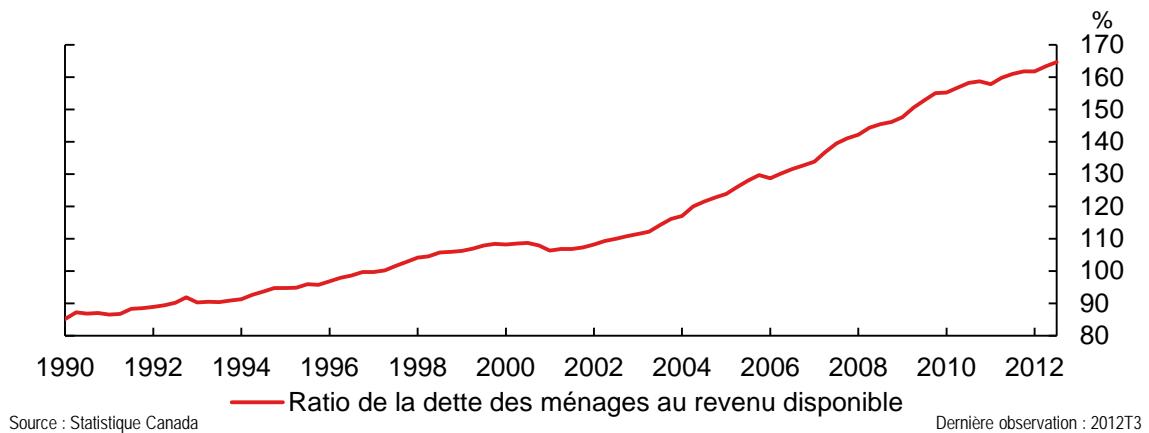
Permettez-moi d'examiner la situation financière des consommateurs un peu plus en profondeur. L'endettement des ménages est élevé et un éventail d'indicateurs donnent à penser que certains segments du marché du logement présentent des signes de surévaluation et de surconstruction⁴.

Depuis dix ans, le rythme d'endettement des ménages est inhabituellement rapide. Le ratio de la dette au revenu disponible des ménages a augmenté environ trois fois plus vite durant cette période qu'au cours des dix années précédentes (**Graphique 10**). L'essentiel de cette hausse de la dette - soit 66 % ou 636 milliards de dollars - est attribuable aux prêts hypothécaires, ce qui place le Canada dans un voisinage inconfortable, entre l'Espagne et les États-Unis, dans le classement des pays ayant les plus hauts niveaux d'endettement hypothécaire des ménages (**Graphique 11**).

L'alourdissement de la dette hypothécaire a alimenté l'activité dans le secteur du logement, dont la revente, la rénovation et la construction de logements neufs. Depuis près d'une décennie, l'activité dans ce secteur est élevée au regard des normes historiques (**Graphique 12**). Après un recul marqué mais bref, lorsque les consommateurs ont pris une pause au plus fort de la crise financière, l'activité dans le secteur du logement s'est redressée rapidement et s'est hissée à un niveau presque record en 2012. Le nombre total de logements en construction dépasse maintenant de beaucoup sa moyenne par rapport à la population (**Graphique 13**). Cette évolution est entièrement attribuable aux logements multiples (qui incluent les logements en copropriété). Même si cela s'explique dans une certaine mesure par des facteurs fondamentaux tels que la pénurie de terrains pour la construction de maisons individuelles dans certaines grandes

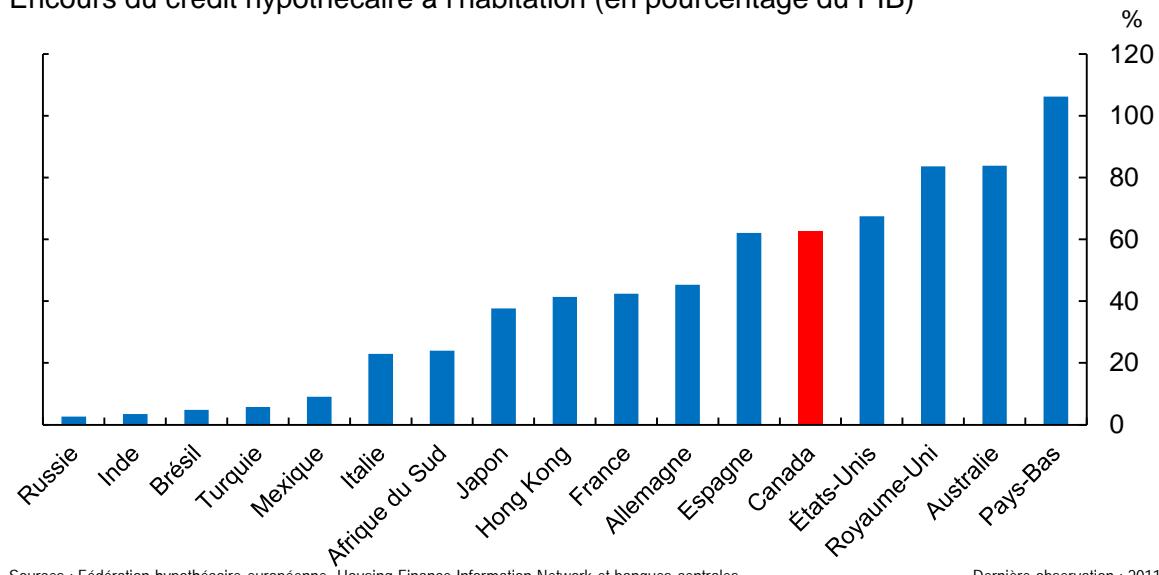
régions métropolitaines, de nombreuses observations empiriques montrent que la construction est propulsée par la demande des investisseurs et est donc davantage exposée aux revirements d'humeur des acheteurs.

Graphique 10 : Le rythme d'endettement des ménages s'est accéléré depuis 2002



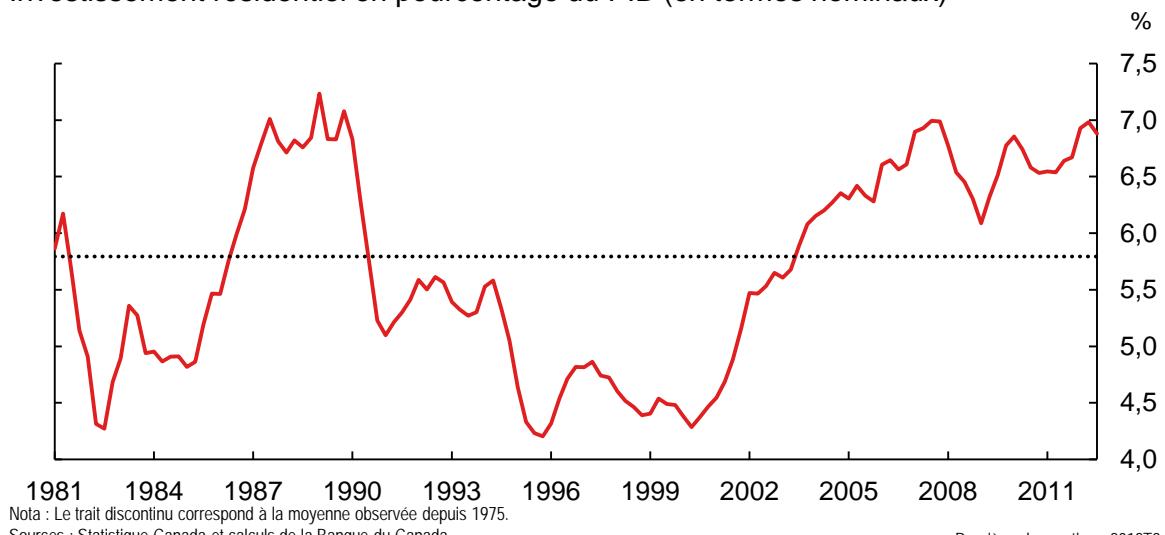
Graphique 11 : Le Canada est dans un voisinage inconfortable pour ce qui est de la dette hypothécaire

Encours du crédit hypothécaire à l'habitation (en pourcentage du PIB)



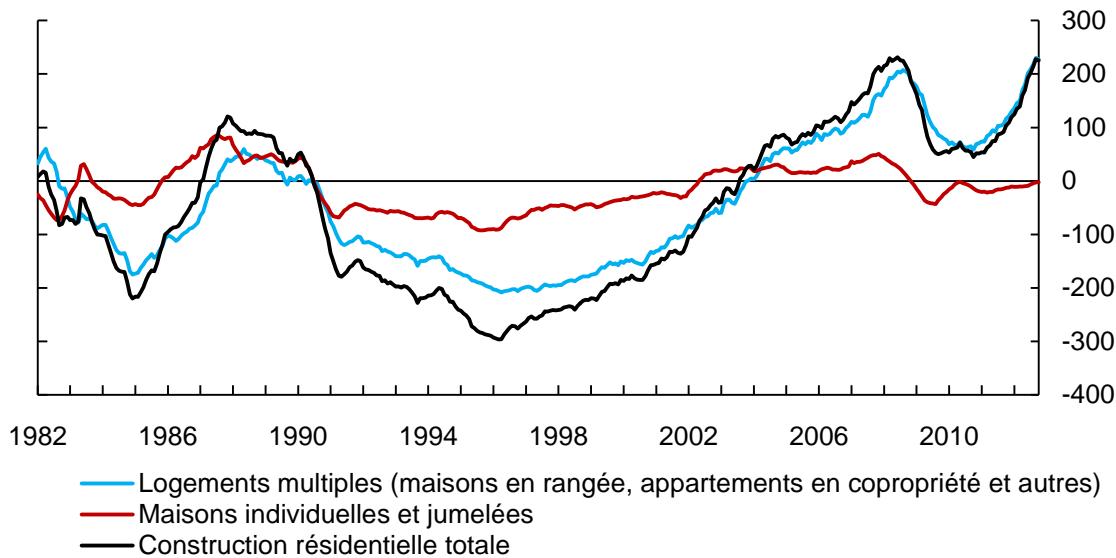
Graphique 12 : La part de l'investissement résidentiel dans le PIB est élevée

Investissement résidentiel en pourcentage du PIB (en termes nominaux)



Graphique 13 : Le nombre de logements multiples en construction dépasse de beaucoup sa moyenne historique

Écart calculé par rapport à la moyenne historique; nombre de logements par 100 000 habitants âgés de 25 ans et plus; grandes régions métropolitaines



Sources : Société canadienne d'hypothèques et de logement, Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

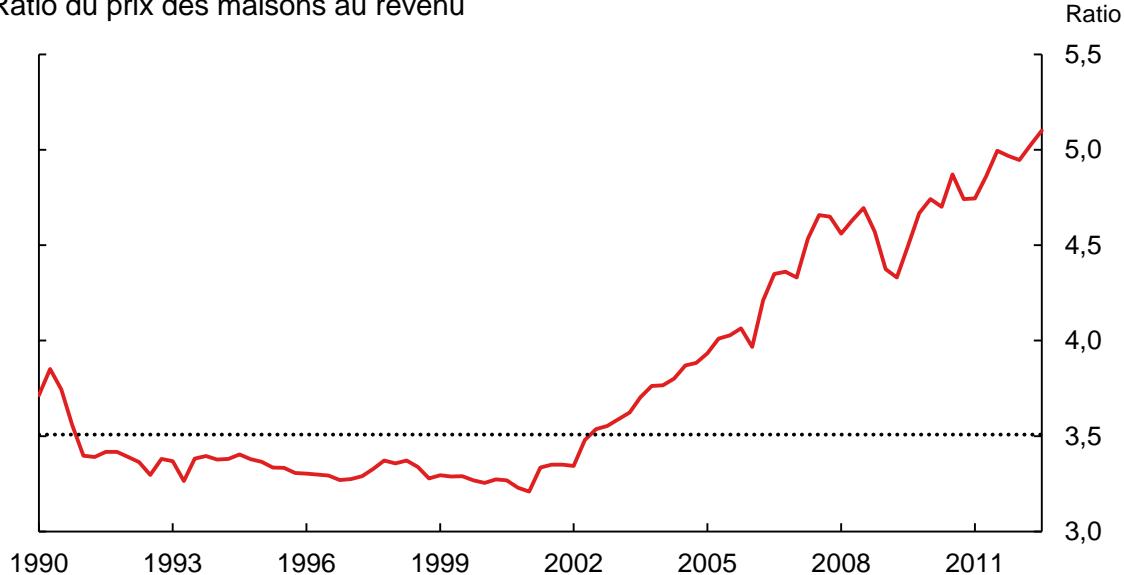
Dernière observation : novembre 2012

La hausse des prix des maisons témoigne également de la vigueur de l'activité dans le secteur du logement. Depuis dix ans, le prix moyen des maisons est passé de 3,5 à plus de 5 fois le revenu disponible (**Graphique 14**) et le ratio du prix des maisons au loyer est passé de 1,3 à 2,3 (**Graphique 15**). Ces deux indicateurs sont maintenant nettement supérieurs à leur moyenne historique.

Ramener l'emprunt et l'activité dans le secteur du logement à des niveaux soutenables est une responsabilité partagée. En premier lieu, les ménages

Graphique 14 : Les prix des maisons sont encore élevés au Canada par rapport au revenu

Ratio du prix des maisons au revenu



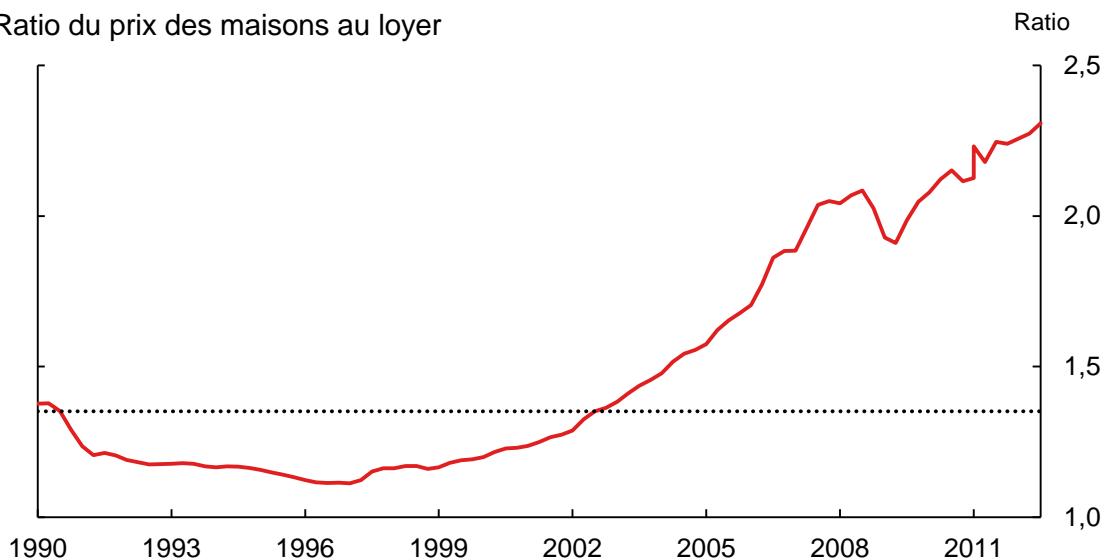
Nota : Le trait discontinu correspond à la moyenne observée depuis 1975.

Sources : Teranet-Banque Nationale, Statistique Canada, Association canadienne de l'immeuble et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2012T3

Graphique 15 : Le ratio du prix des maisons au loyer est nettement supérieur à sa moyenne historique

Ratio du prix des maisons au loyer



Nota : Le trait discontinu correspond à la moyenne observée depuis 1975.

Sources : Teranet-Banque Nationale, Statistique Canada, Association canadienne de l'immeuble et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2012T3

doivent évaluer leur capacité de remboursement année après année, en tenant compte du fait que les taux des prêts vont finir par revenir à des niveaux plus normaux. De nombreux ménages font montre de prudence en souscrivant des prêts hypothécaires à taux fixe. La part des nouveaux prêts hypothécaires à taux fixe est passée de 50 % en 2011 à presque 90 % l'an dernier, ce qui tient tant

aux niveaux intéressants des taux fixes qu'à la possibilité d'un resserrement évoqué par la Banque du Canada.

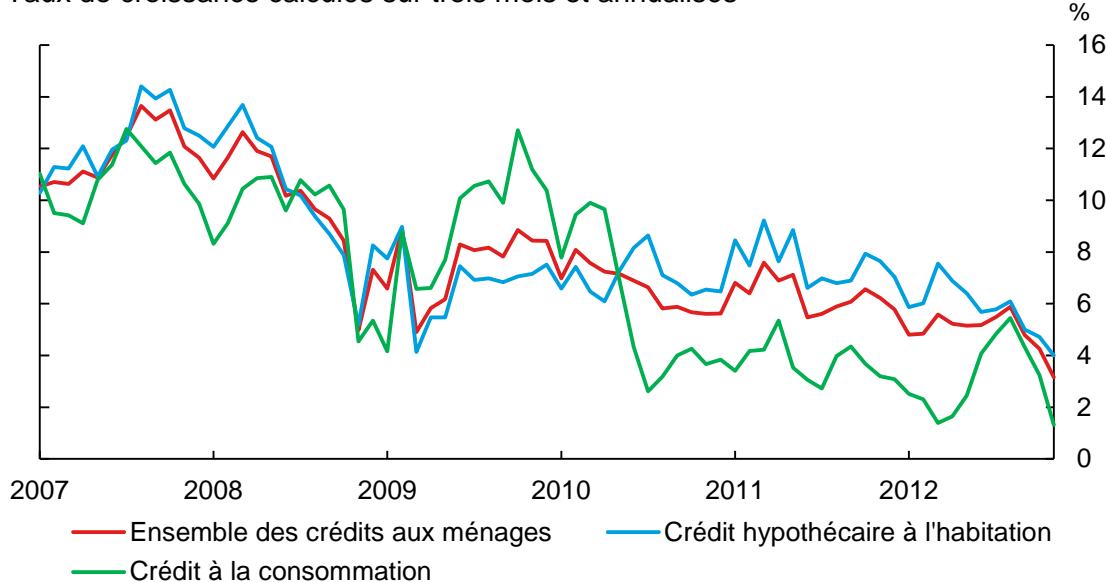
En deuxième lieu, les banques et les autres prêteurs doivent peser soigneusement les risques lorsqu'ils accordent des prêts aux ménages.

En troisième lieu, le gouvernement fédéral a pris, à quatre reprises entre 2008 et 2012, des mesures prudentes et en temps opportun pour appuyer la stabilité à long terme du marché du logement, en raffermissant les normes minimales applicables aux prêts hypothécaires assurés qui bénéficient de sa garantie. À ces mesures se sont ajoutées celles du Bureau du surintendant des institutions financières, qui a durci les critères de souscription de prêts garantis par l'avoir propre foncier, renforcé la surveillance et demandé aux banques de se conformer aux règles plus exigeantes de Bâle III sur les fonds propres dès janvier 2013, soit bien avant l'échéance de la période de transition convenue à l'échelle internationale, qui est fixée à 2019.

L'effet cumulatif de ces mesures, conjugué à une prise de conscience accrue chez les consommateurs, porte ses fruits. Au cours des six derniers mois, la croissance du crédit aux ménages a continué de ralentir, la progression de l'ensemble des crédits aux ménages s'étant repliée pour s'établir légèrement au-dessous de 4 % ces derniers mois (**Graphique 16**). Si ce rythme se maintient, on peut s'attendre à ce que le ratio de la dette au revenu disponible des ménages se stabilise plus tard cette année.

Graphique 16 : La croissance du crédit aux ménages a ralenti

Taux de croissance calculés sur trois mois et annualisés



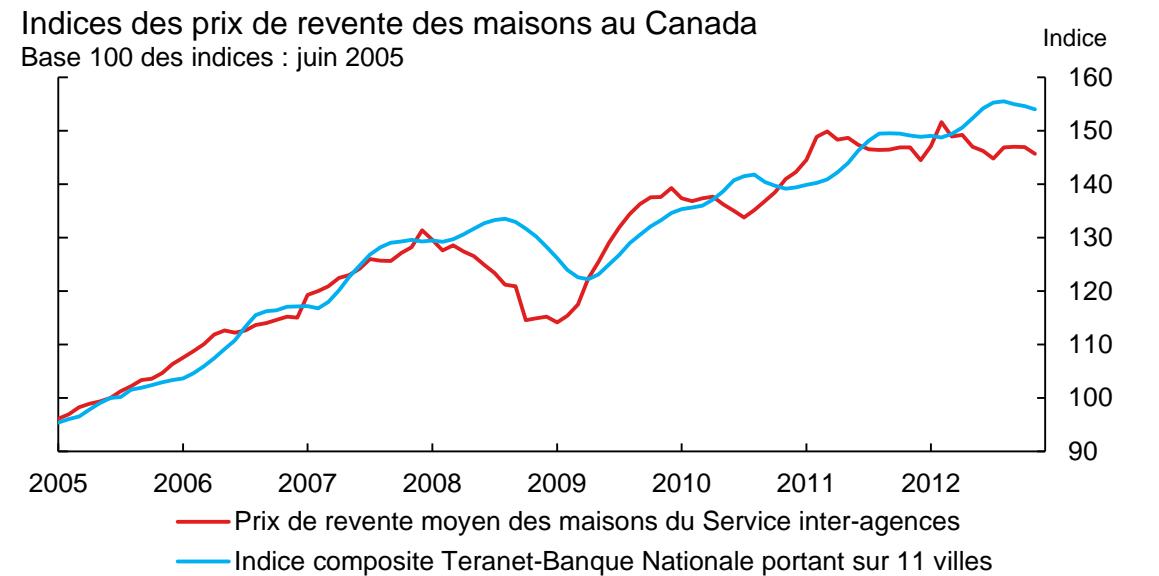
L'activité dans le secteur du logement s'est aussi modérée dernièrement. On a observé un tassement des ventes de maisons existantes, qui se sont établies en-deçà de leur moyenne sur dix ans au troisième trimestre. Plus récemment, les mises en chantier, qui affichaient des niveaux très élevés, ont aussi chuté; elles sont passées de 225 000 logements durant une bonne partie de 2012 à environ 200 000 en novembre et en décembre. Même compte tenu de ce déclin, la

construction résidentielle demeure supérieure à la demande liée à l'évolution démographique, laquelle est estimée à environ 185 000 logements. La poursuite du ralentissement devrait faire converger les mises en chantier et la demande d'origine démographique cette année.

La progression des prix des maisons a aussi ralenti, bien que ceux-ci dépassent encore de près de 18 % le sommet antérieur atteint en août 2008 (**Graphique 17**).

Il s'agit là de signes encourageants qui témoignent d'une stabilisation des déséquilibres dans le secteur des ménages et d'un marché du logement plus viable. Cependant, après une décennie au cours de laquelle les déséquilibres se sont creusés, il est trop tôt pour en être sûr.

Graphique 17 : La progression des prix des maisons a ralenti récemment



Sources : Association canadienne de l'immeuble et Teranet-Banque Nationale

Dernière observation : novembre 2012

Des exportations peu reluisantes

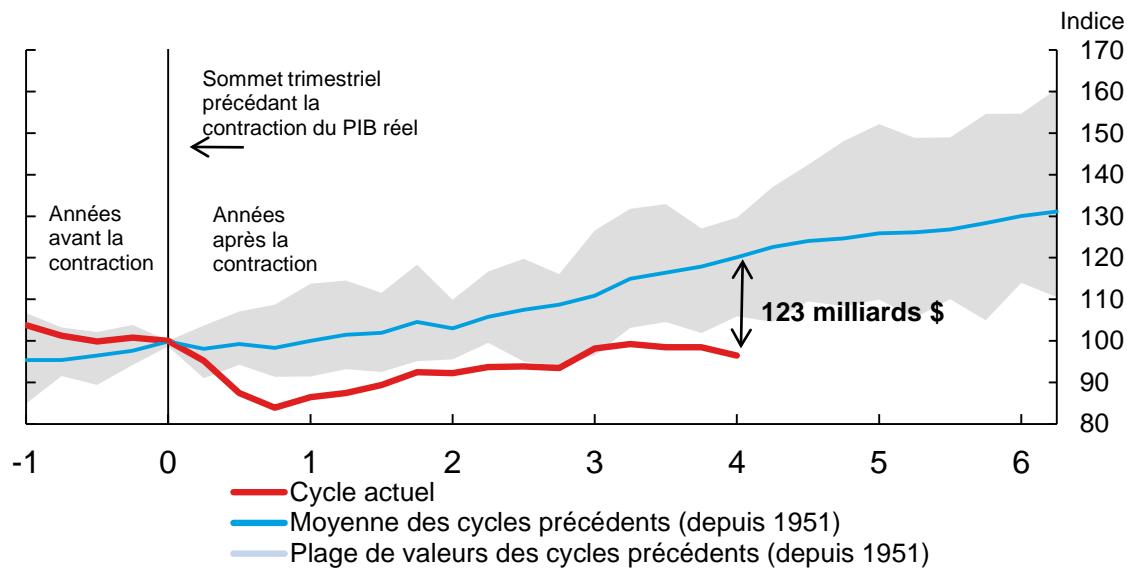
Même si elle est souhaitable, l'élimination du déficit financier net du secteur des ménages causerait une perte notable dans l'économie. La réduction des dépenses annuelles des ménages de quelque 50 milliards de dollars pourrait être compensée par une augmentation annuelle des exportations de 4 points de pourcentage. Actuellement, par rapport à la trajectoire moyenne affichée par les exportations lors des reprises économiques précédentes, nous perdons 123 milliards de dollars par année (**Graphique 18**). Autrement dit, pour remplacer 50 milliards de dollars au titre des dépenses des ménages financées par le crédit, les exportations ne devraient combler que les deux cinquièmes de l'écart entre la reprise actuelle et la reprise moyenne des exportations, ce qui devrait être faisable.

La moins bonne tenue de nos exportations est attribuable en partie à la faiblesse de la demande étrangère. Comme les États-Unis, notre principal partenaire commercial, connaissent leur pire récession et leur reprise la plus faible depuis la

Grande Dépression, nos exportations ont chuté de façon marquée en 2008 et ne se sont redressées que lentement.

Graphique 18 : La reprise des exportations la plus faible de l'après-guerre

Évolution comparative des exportations, en termes réels, sur différents cycles



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Toutefois, dans une perspective à plus long terme, on se rend compte que la récession mondiale n'a fait qu'exacerber une tendance déjà présente.

Au cours de la dernière décennie, la part du Canada dans le marché mondial des exportations est passée d'environ 4,5 % à quelque 2,5 %, et sa part du marché des exportations de biens manufacturés a été réduite de moitié. Ce qui est encore plus révélateur, c'est que le Canada s'est classé à l'avant-dernier rang des pays du G20 au chapitre de l'augmentation des exportations (**Graphique 19**).

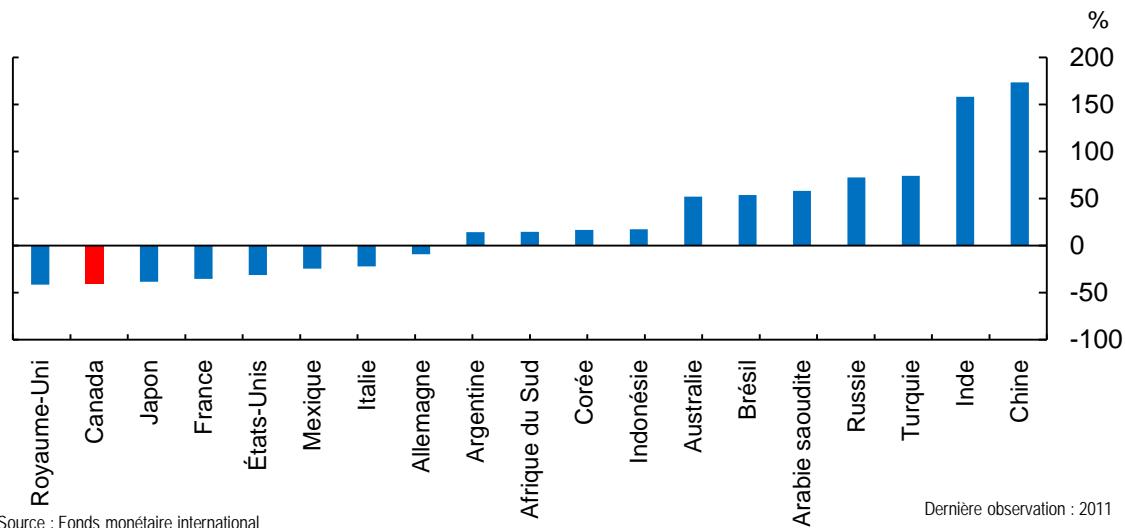
Qu'est-ce qui explique d'aussi mauvais résultats?

Deux facteurs se sont renforcés mutuellement : la structure et la compétitivité.

Les deux tiers de ces piétres résultats tiennent au type de partenaire avec qui nous commerçons⁵. Presque 85 % de nos exportations sont destinées à des économies avancées qui affichent une croissance lente - 74 % aux États-Unis seulement - et 9 % uniquement à des économies émergentes à croissance rapide (**Graphique 20**). Comparativement à nos pairs, l'exposition du Canada aux marchés émergents, mesurée en fonction de la part des exportations, est faible (**Graphique 21**).

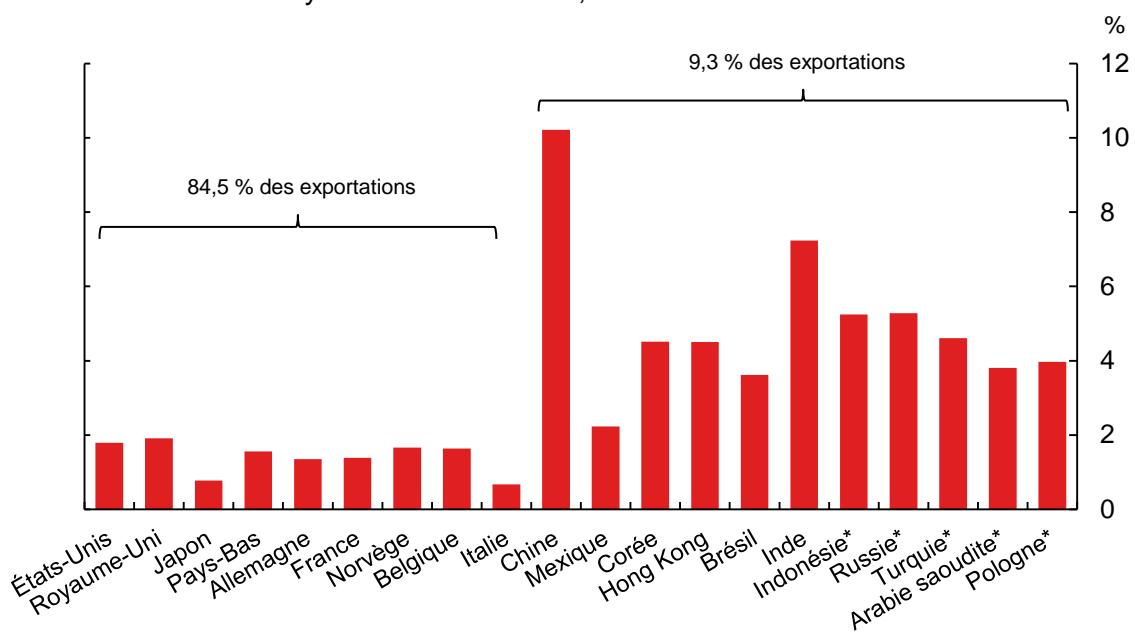
Graphique 19 : La part des exportations mondiales détenue par le Canada a diminué

Variation en pourcentage de la part des exportations mondiales, de 2000 à 2011*



Graphique 20 : Les échanges commerciaux du Canada se font surtout avec des économies affichant une croissance lente

Taux de croissance moyens de 2000 à 2011, données annuelles



* Pays ne faisant pas partie des 15 principaux partenaires commerciaux du Canada.

Nota : Les parts des exportations ont trait aux données de 2011.

Sources : Fonds monétaire international, *Perspectives de l'économie mondiale*, Industrie Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2011

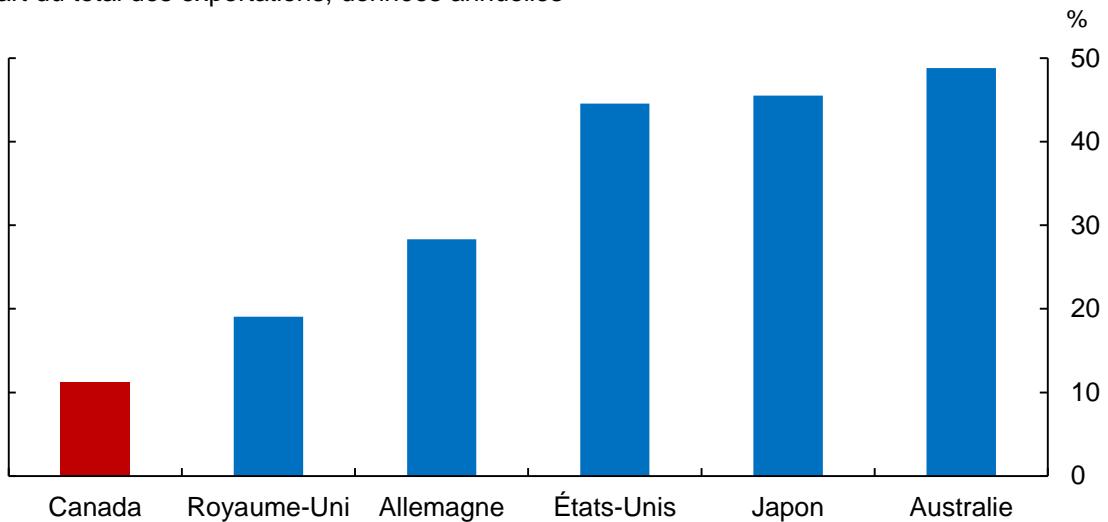
L'autre tiers est attribuable à la baisse de la compétitivité. Cela est manifeste dans le cas de notre partenariat commercial le plus important, où nous avons perdu une part de marché considérable. De 2000 à 2011, la part des importations américaines en provenance de la Chine est passée de 8 à 18 %, et ce pays a ainsi remplacé le Canada au premier rang des exportateurs vers les

États-Unis (**Graphique 22**). Pendant la même période, le Canada a vu sa part reculer, passant de presque 20 % à moins de 15 %. Qui plus est, bien que l'accroissement marqué de la part de la Chine ait eu des répercussions sur d'autres pays, certains - en particulier le Mexique et l'Allemagne - ont beaucoup mieux tiré leur épingle du jeu que le Canada.

Graphique 21 : L'exposition du Canada aux économies de marché émergentes est relativement faible

Exportations vers les pays émergents et en développement en 2011

Part du total des exportations, données annuelles

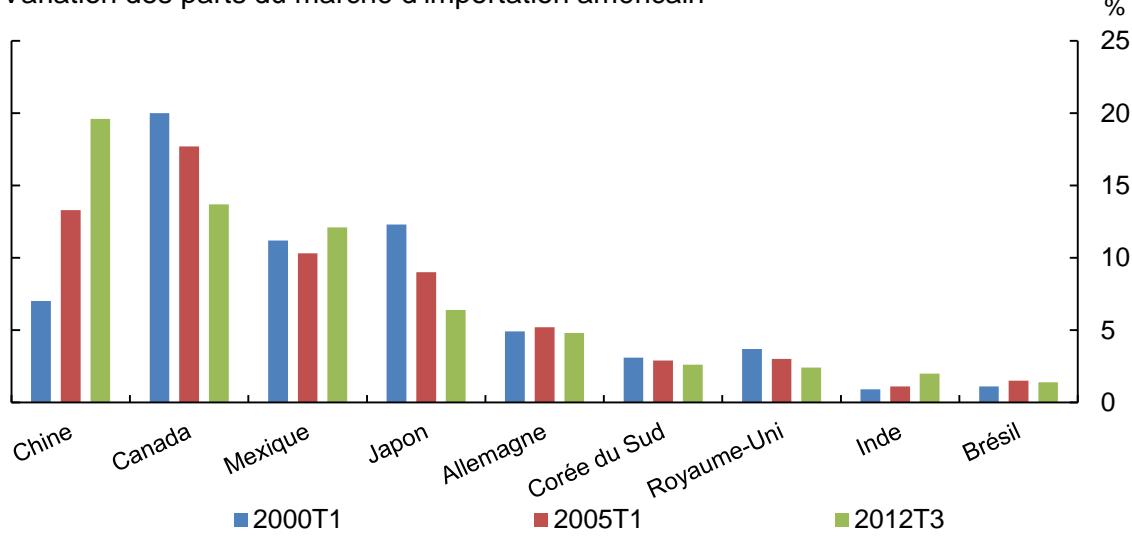


Source : Fonds monétaire international

Dernière observation : 2011

Graphique 22 : Le Canada voit sa part du marché américain reculer

Variation des parts du marché d'importation américain



Source : Bureau of Economic Analysis des États-Unis

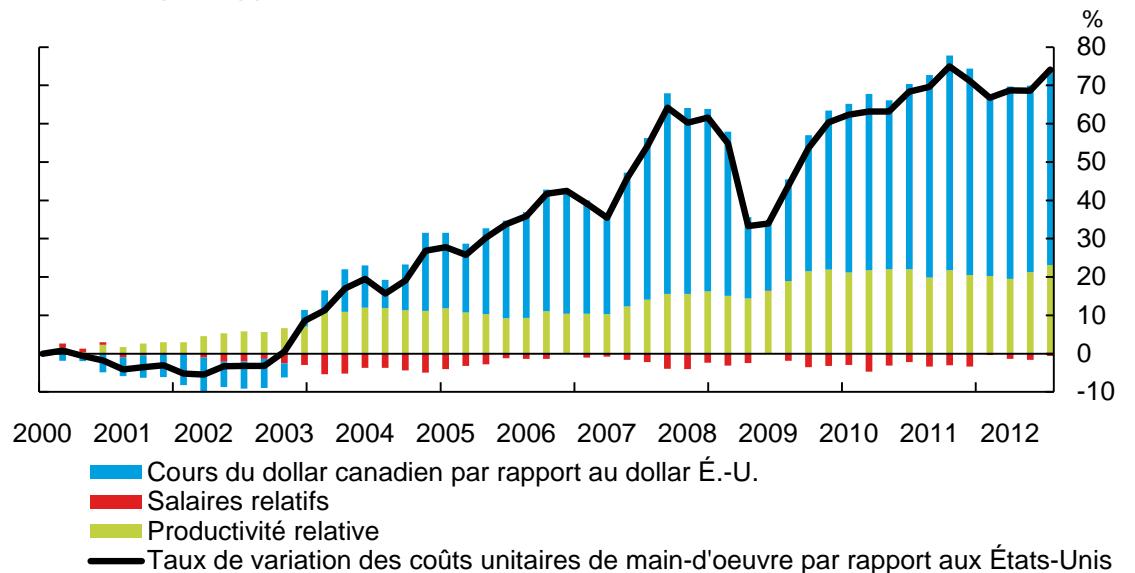
Dernière observation : 2012T3

La comparaison de l'évolution des coûts unitaires de main-d'œuvre au Canada et aux États-Unis est révélatrice. Entre 2000 et 2011, le coût de la main-d'œuvre par unité produite au Canada, comparé à celui des États-Unis et corrigé des variations de change, a augmenté de 75 % (**Graphique 23**). La majeure partie

de cette perte de compétitivité est liée à l'appréciation du dollar canadien, mais la croissance de la productivité plus faible au Canada qu'aux États-Unis a joué un rôle important. Depuis le début de 2000, la productivité du travail du secteur des entreprises au Canada a enregistré un taux de croissance annuel de seulement 0,8 % en moyenne comparativement à 2,3 % aux États-Unis. Cela représente à peu près le tiers de la baisse de notre compétitivité.

Graphique 23 : Les entreprises canadiennes perdent de leur compétitivité

Contribution de divers facteurs à la variation des coûts unitaires de la main-d'oeuvre canadienne par rapport à ceux de la main-d'oeuvre américaine, données trimestrielles



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

Dernière observation : 2012T3

Que devraient faire les entreprises canadiennes?

Premièrement, ne pas compter sur un dollar canadien plus faible. Espérer une dépréciation du dollar n'est pas un plan d'affaires. Une stratégie d'exportation durable ne peut être fondée sur l'attente d'un taux de change plus favorable, puisque le Canada demeurera vraisemblablement une destination de choix pour les investissements.

Deuxièmement, les entreprises devraient consacrer davantage d'efforts au développement de nouveaux marchés pour leurs produits dans les pays émergents à croissance rapide, démarche facilitée par une stratégie commerciale fédérale de plus en plus axée sur les économies émergentes. Le gouvernement canadien est en train de négocier une nouvelle entente commerciale avec l'Inde, il a convenu des modalités d'un nouvel accord d'investissement avec la Chine (l'Accord sur la promotion et la protection des investissements étrangers entre le Canada et la Chine) et il participe aux négociations multilatérales sur le Partenariat transpacifique. Il s'agit là d'initiatives importantes, non seulement pour nos échanges commerciaux avec les pays émergents, qui comptent maintenant pour la moitié de l'expansion totale des importations à l'échelle du globe, mais aussi parce qu'elles sont essentielles si nous voulons consolider nos positions au sein des chaînes d'approvisionnement mondiales.

Troisièmement, améliorer la productivité. Pour ce faire, nous devons mettre nos atouts à profit.

Mettre nos atouts à profit

Notre modèle de croissance actuel est en voie d'atteindre ses limites, mais le Canada est loin d'avoir épuisé ses possibilités. Bien au contraire - nous avons en main de nombreux atouts. Pour réorienter la croissance, nous devons résolument les mettre à profit et tirer parti de leur complémentarité en toute confiance. Je commencerai par les facteurs de production, c'est-à-dire la main-d'œuvre, les capitaux et les produits de base, puis j'aborderai les catalyseurs essentiels de la croissance, à savoir le cadre de politique relatif au système financier et les cadres de conduite des politiques publiques.

Une main-d'œuvre instruite et flexible

Le facteur de production le plus important et notre plus grand atout est la main-d'œuvre. Le Canada jouit d'une main-d'œuvre instruite et d'un marché du travail de plus en plus flexible.

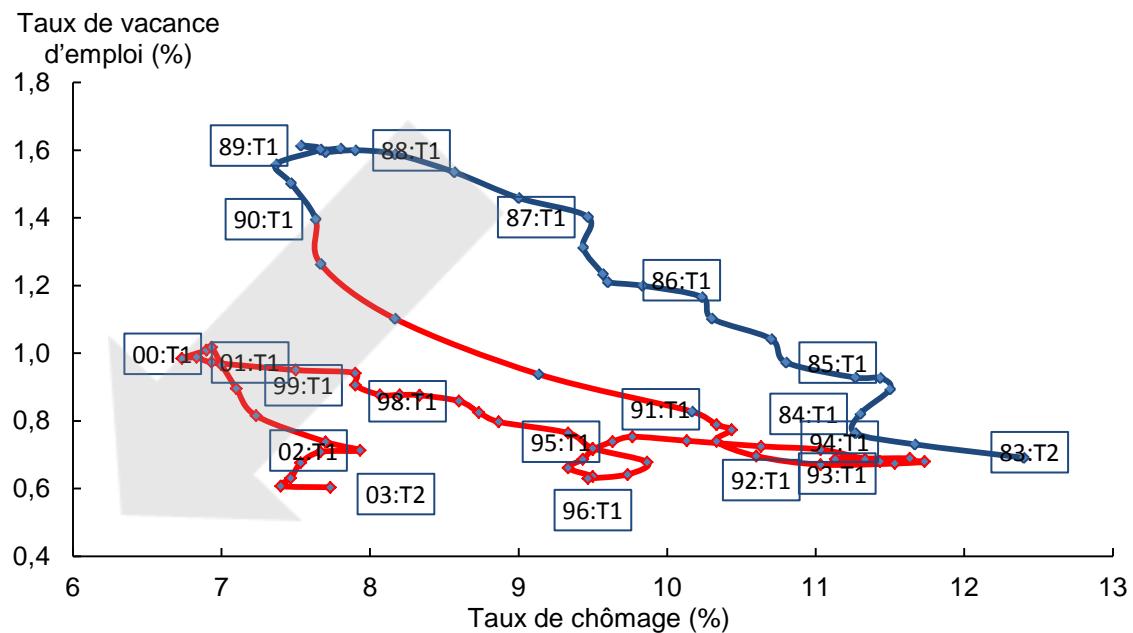
L'achèvement des études secondaires est pratiquement universel dans notre pays et, d'après les résultats d'évaluations internationales, le taux de réussite des élèves au Canada est bon par rapport à ce qu'il est dans d'autres pays. Nous affichons le niveau d'enseignement tertiaire le plus élevé (universités, collèges et écoles polytechniques) parmi les pays de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE). Nous sommes bien placés dans les domaines des sciences, des technologies, de l'ingénierie et des mathématiques, où la proportion de diplômés de l'enseignement tertiaire dépasse la moyenne de l'OCDE. Selon le nombre de publications universitaires par habitant, lequel est largement supérieur à la moyenne de l'OCDE, nous possédons de solides capacités de recherche qui sont concentrées dans nos universités. Enfin, nous nous classons au cinquième rang des pays de l'OCDE pour le montant des dépenses en recherche-développement (R-D) engagées par les établissements d'enseignement supérieur en proportion du PIB⁶.

Au cours des dernières décennies, l'efficience du marché du travail pour apparier les travailleurs et les emplois a également connu une très forte amélioration. La courbe de Beveridge mesure à quel point un marché du travail réussit à mettre en rapport les demandeurs d'emploi et les postes vacants (**Graphique 24**). Plus la courbe de Beveridge se rapproche de son origine (aucun poste vacant et aucun chômage), plus le marché du travail est efficient. Comme on peut le voir, la courbe des années 1980 (en bleu) montre un niveau de chômage plus élevé pour un niveau donné de postes vacants que celle des années 1990 et du début des années 2000 (en rouge)⁷.

Cette efficience accrue du marché du travail tient en partie à la mobilité croissante des travailleurs canadiens. La migration interprovinciale constitue depuis longtemps un mécanisme d'ajustement important pour l'économie du Canada. Des recherches récentes menées par la Banque indiquent que les longues distances à parcourir entre les différentes régions du pays ne représentent peut-être plus un obstacle à la mobilité de la main-d'œuvre aussi grand qu'avant. Au cours des quinze dernières années, les gens se sont

déplacés de régions ayant un excédent de travailleurs vers celles dont le marché du travail était le plus tendu, ce qui a entraîné la convergence des taux de chômage, d'activité et d'emploi. En 2011, la disparité des taux d'emploi entre les dix provinces était à son niveau le plus bas et était très semblable à la dispersion des taux d'emploi aux États-Unis (**Graphique 25**)⁸.

Graphique 24 : Le marché du travail du Canada a gagné en efficience



Si nous sommes aux premiers rangs dans le monde pour l'obtention d'un diplôme de niveau tertiaire, nous sommes à la traîne pour ce qui est des diplômes plus avancés et des diplômes de commerce. Parmi les pays de l'OCDE, le Canada affiche la plus forte proportion de diplômes collégiaux; mais, pour les diplômes universitaires, le pourcentage n'est que légèrement supérieur à la moyenne de l'OCDE et, pour la maîtrise et le doctorat, nous nous classons dans le dernier tiers des pays membres⁹. La proportion de diplômés en commerce au Canada se situe un peu au-dessous de la moyenne de l'OCDE et est de 25 % inférieure à celle des États-Unis.

Ces tendances qui caractérisent le niveau de scolarité sont significatives pour deux raisons au moins.

Premièrement, elles se manifestent dans notre main-d'œuvre. Comparativement aux firmes américaines, les entreprises canadiennes accusent un retard dans l'embauche de titulaires de diplômes d'études supérieures et dans le niveau de scolarité des gestionnaires. Elles engagent moins de personnes possédant un doctorat ou d'autres diplômes de deuxième et troisième cycles, surtout en sciences. Seulement le tiers des gestionnaires au Canada possèdent un diplôme universitaire, contre presque la moitié aux États-Unis¹⁰.

Deuxièmement, d'après une importante somme de recherches, l'éducation améliorera la qualité de la gestion et une gestion de qualité favoriserait l'investissement dans les nouvelles technologies, dans l'introduction de nouveaux processus et dans le développement de nouveaux marchés. Une personne qui possède un niveau d'instruction élevé est beaucoup plus susceptible d'être propriétaire d'une entreprise innovatrice à forte croissance.

Tout cela indique qu'un plus grand nombre d'étudiants canadiens doivent investir davantage dans leurs études, et que les entreprises du pays doivent accorder plus d'importance aux compétences.

Il y a encore de la place pour rehausser l'adéquation des travailleurs et des emplois. Certaines observations mettent en évidence un écart entre l'offre de diplômés dans certains domaines et les besoins des employeurs. En particulier, au Canada, le quartile des employés les moins rémunérés compte une part disproportionnellement élevée de diplômés d'université comparativement aux autres pays de l'OCDE. De plus, le taux d'emploi des diplômés d'universités est inférieur à la moyenne de l'OCDE. Cette situation fait ressortir l'importance du dialogue entre l'industrie, la main-d'œuvre et les établissements d'enseignement pour faire en sorte que les travailleurs possèdent les compétences recherchées par les employeurs. Elle montre également que l'élimination des différences en matière de certification professionnelle et des autres obstacles à la migration interprovinciale doit se poursuivre.

Un accès privilégié aux capitaux à l'échelle mondiale

L'accès aux capitaux a rarement - voire jamais - été meilleur au Canada, tant en valeur absolue que comparativement à nos concurrents.

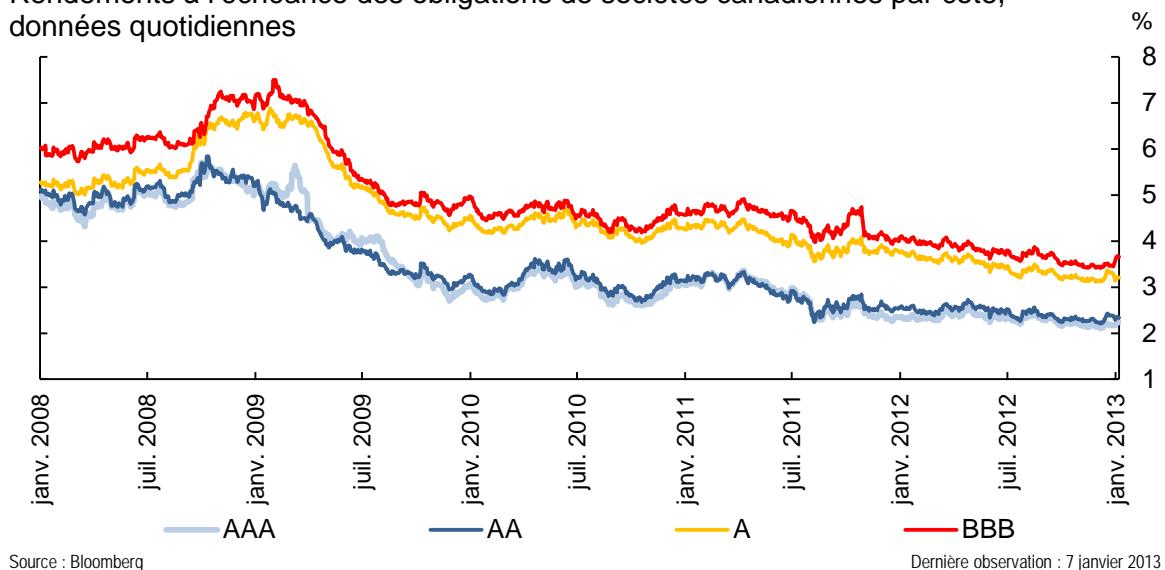
Les taux de rendement des obligations des sociétés au Canada se situent à des creux historiques (**Graphique 26**). Selon nos enquêtes auprès des banques et

des entreprises, les conditions du crédit aux entreprises ont continué de s'assouplir presque sans interruption depuis la fin de 2009 (**Graphique 27**).

Les avantages économiques du Canada rendent notre pays attrayant pour les investisseurs et en font un refuge rare dans un monde marqué par les risques. Ce statut se reflète dans le comportement des rendements des obligations canadiennes à 10 ans, qui ont tendance à reculer en même temps que les prix des actifs risqués tels que les cours mondiaux des actions. Cette corrélation laisse supposer que les capitaux affluent en direction des obligations canadiennes lorsque le risque perçu augmente. De fait, selon cet indicateur, le Canada est considéré comme un des pays refuges les plus sûrs (**Graphique 28**).

Graphique 26 : Les rendements des obligations des sociétés se situent à des creux historiques

Rendements à l'échéance des obligations de sociétés canadiennes par cote, données quotidiennes



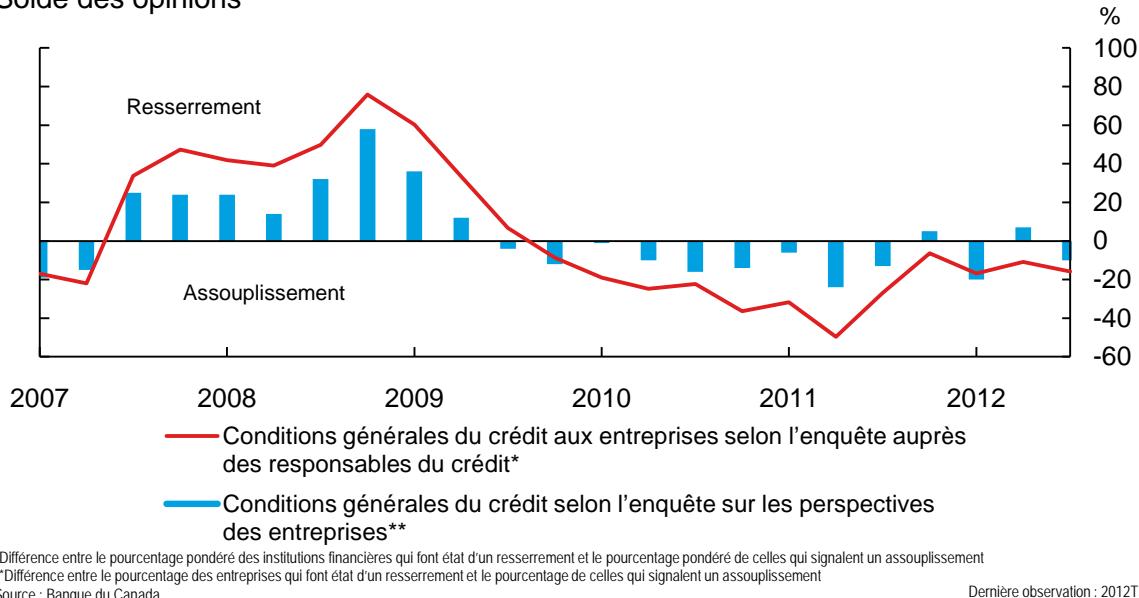
Cet accès privilégié aux capitaux à l'échelle mondiale constitue un avantage crucial. Nous devons en faire usage avec prudence et investir dans des capitaux productifs et dans la recherche-développement (R-D) plutôt que dans les maisons.

D'après de nombreuses études empiriques, deux des meilleurs indicateurs pour prévoir la croissance de la productivité sont l'investissement dans les machines et le matériel, en particulier les technologies de l'information et des communications (TIC), et l'investissement dans la R-D. Or le Canada est en retard dans ces deux domaines.

Entre 1987 et 2010, les investissements du Canada, par travailleur, dans les machines et le matériel et dans les TIC représentaient en moyenne 74 % et 57 %, respectivement, de ceux des États-Unis. En 2010, les travailleurs canadiens disposaient en moyenne d'environ la moitié seulement du capital en machines et matériel et en TIC dont bénéficiaient leurs homologues américains.

Graphique 27 : Les conditions du crédit aux entreprises canadiennes s'assouplissent depuis la fin de 2009

Solde des opinions

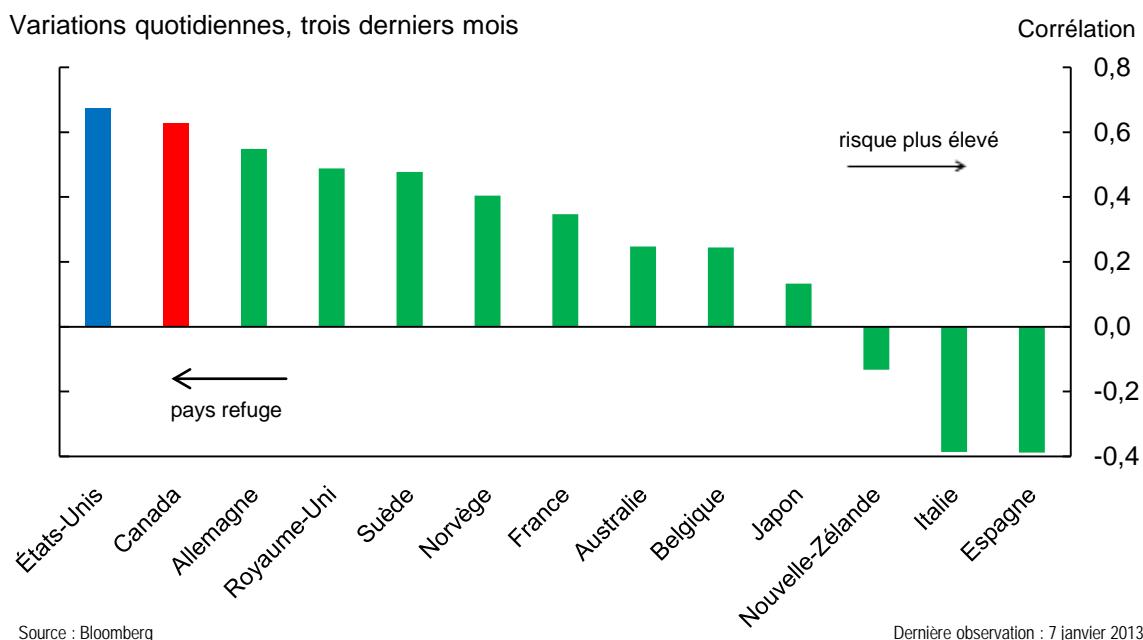


Source : Banque du Canada Dernière observation : 2012T3

Graphique 28 : Le Canada est considéré comme un pays refuge

Corrélation des rendements à 10 ans avec l'indice mondial MSCI

Variations quotidiennes, trois derniers mois



Bien que la R-D au Canada reçoive un important soutien de l'État, les taux d'investissement des entreprises à ce chapitre sont inférieurs à la moyenne de l'OCDE et moitié moins élevés qu'aux États-Unis.

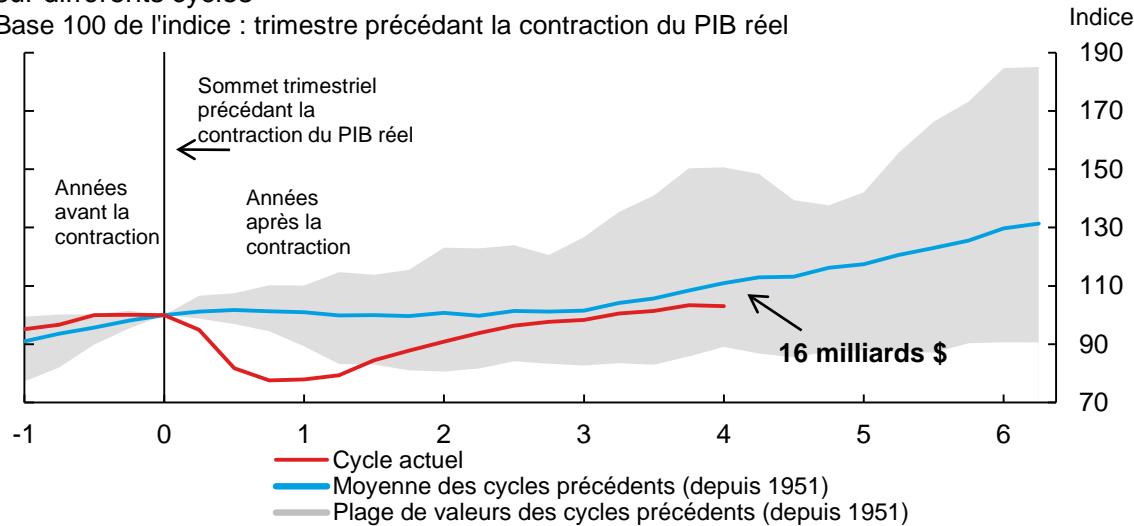
Ces dernières années, l'investissement a été solide au Canada, mais pas spectaculaire. Malgré des taux d'intérêt à des creux inégalés, un levier d'endettement des entreprises historiquement bas et un dollar canadien vigoureux, le redressement de l'investissement demeure inférieur au cycle moyen (**Graphique 29**). Il nous faut investir encore plus dans les machines et le

matériel et tirer davantage de ces investissements en augmentant nos dépenses dans le capital organisationnel et l'amélioration des processus. Pour réorienter la croissance, des investissements solides ne suffiront pas.

Graphique 29 : Les investissements sont toujours inférieurs au profil moyen des reprises précédentes

Évolution comparative des investissements fixes des entreprises, en termes réels, sur différents cycles

Base 100 de l'indice : trimestre précédent la contraction du PIB réel



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Des matières premières abondantes

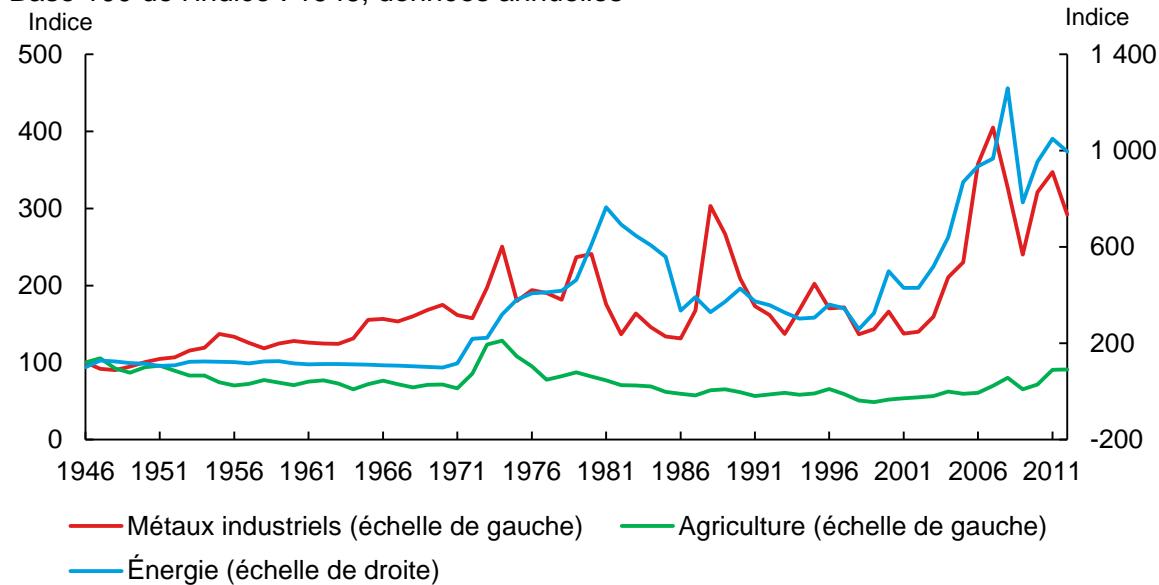
L'abondance des matières premières joue depuis longtemps un rôle essentiel dans notre développement économique, mais de profonds changements qui s'opèrent actuellement dans la structure de l'économie mondiale ont amplifié cet avantage.

Bien que les prix des matières premières aient reculé de 19 % depuis le sommet enregistré en avril dernier, ils se maintiennent à environ 20 % au-dessus de leurs moyennes de longue période en termes réels (**Graphique 30**). En fait, les prix réels de l'énergie et des métaux dépassent largement leurs moyennes de long terme depuis plus de huit ans, alors que les prix réels des aliments se situent aujourd'hui à leur plus haut niveau en 36 ans. Cette tendance favorable devrait se maintenir même si les prix des produits de base continuent d'être volatils.

Ce supercycle des matières premières repose sur une augmentation soutenue de la demande en provenance des marchés émergents en plein essor, notamment la Chine et l'Inde. Ensemble, ces deux pays sont à l'origine de l'essentiel de l'accroissement de la demande mondiale de produits de base au cours des cinq dernières années. Ainsi, la montée de la demande chinoise a joué un grand rôle dans la hausse des prix du pétrole observée depuis 2002 (**Graphique 31**). Comme la convergence vers les niveaux de consommation enregistrés en Occident est encore loin d'être réalisée, on peut s'attendre à ce que la demande de produits de base demeure robuste, et les prix, élevés, pendant un certain temps.

Graphique 30 : Les prix des matières premières sont nettement supérieurs à leurs moyennes historiques

Base 100 de l'indice : 1946, données annuelles



Sources : Banque du Canada et Bureau of Labor Statistics des États-Unis

Dernière observation : 2012

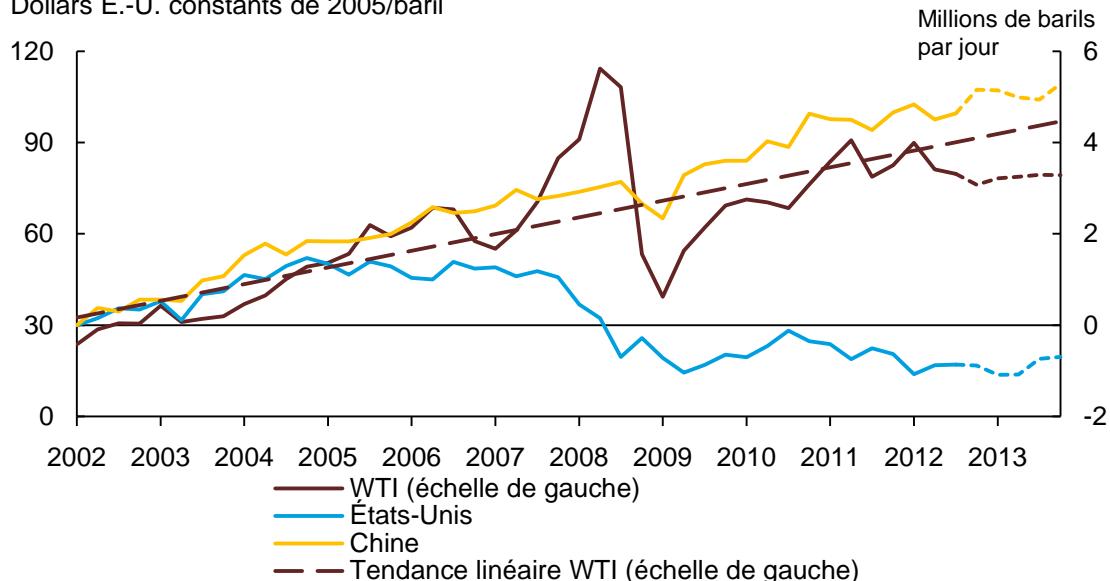
Au Canada, l'incidence du renchérissement des produits de base a été renforcée par une ferme progression de l'offre de certaines matières premières. Le pétrole représente actuellement notre matière première la plus importante en valeur, la part qu'il occupe dans la production canadienne totale de matières premières étant passée de 18 % à 46 % au cours des quinze dernières années (**Graphique 32**).

Notre défi consiste à exploiter les matières premières de façon intelligente et durable et de veiller à ce que les bienfaits de cette exploitation se fassent sentir dans le pays tout entier. Les investissements dans les infrastructures - pipelines et raffineries - qui permettront d'amener le brut lourd de l'Ouest, dont les prix sont inférieurs de 40 dollars aux cours mondiaux, dans le Centre du Canada et sur les marchés étrangers pourraient faire profiter un plus grand nombre de Canadiens des avantages découlant du boom des matières premières. Un commerce interprovincial accru des biens et des services constitue un autre moyen de tirer un meilleur parti de la valeur ajoutée qu'offrent les secteurs de l'énergie, de l'exploitation minière et de l'agriculture pour l'ensemble du Canada. Cette évolution est déjà amorcée. Pour presque toutes les provinces, la progression des échanges à l'intérieur du pays s'est poursuivie de 2007 à 2011, neutralisant entièrement ou en partie la faiblesse du commerce international observée durant la même période (**Graphique 33**).

Graphique 31 : La demande en provenance de la Chine est déterminante pour l'évolution des cours du pétrole

Demande cumulative marginale de pétrole depuis 2002

Dollars É.-U. constants de 2005/baril

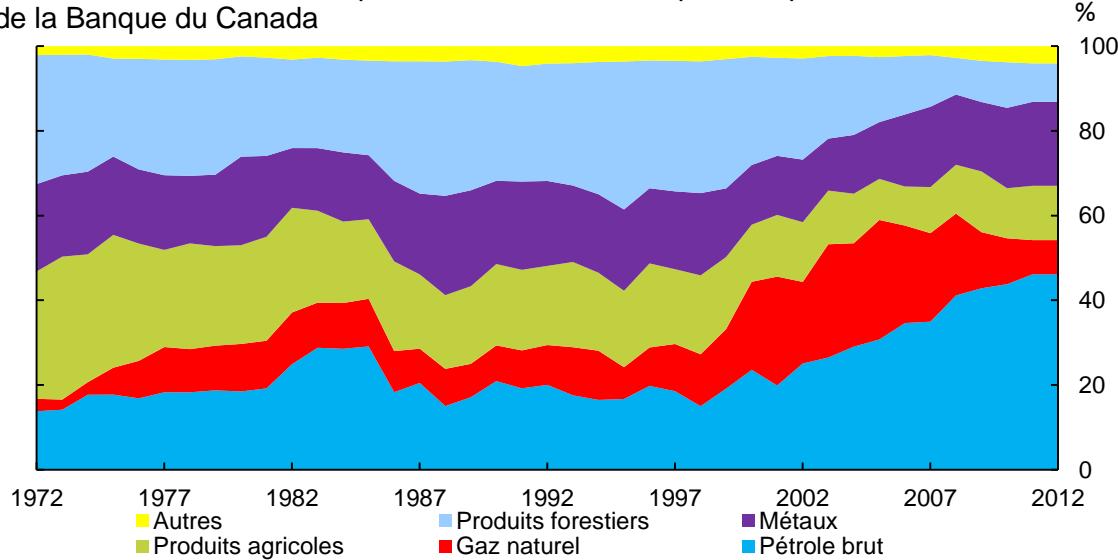


Nota : Les traits discontinus pour le pétrole WTI, les États-Unis et la Chine correspondent aux projections.

Sources : Agence internationale de l'énergie, Fonds monétaire international, *Perspectives de l'économie mondiale* (octobre 2012), et Bureau of Economic Analysis des États-Unis

Graphique 32 : Le pétrole est maintenant la matière première la plus importante pour le Canada

Pondérations des sous-composantes de l'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada



Nota : La catégorie « autres » réunit les produits de la pêche et le charbon. Les pondérations pour 2012 sont des estimations.

Sources : Statistique Canada, Pêches et Océans Canada, Ressources naturelles Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2012

Un système financier résilient

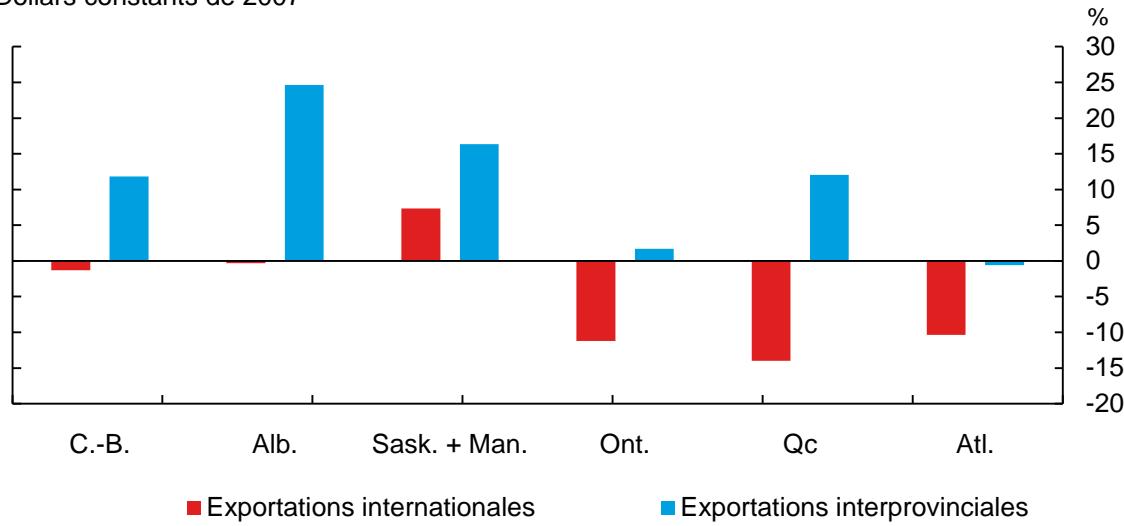
Le système financier est un catalyseur critique, qui permet de diriger l'épargne vers des investissements productifs et d'aider les entreprises et les ménages à gérer leurs risques.

Nos banques ont résisté à la crise financière de 2008 et sont beaucoup plus robustes aujourd’hui qu’elles ne l’étaient alors. Elles ont considérablement allongé leurs horizons de liquidité et, depuis la fin de 2007, ont accru leur capital-actions ordinaire de 77 %, soit de 72 milliards de dollars. En outre, les banques canadiennes se conforment aux nouvelles exigences de fonds propres de Bâle III depuis une dizaine de jours, c'est-à-dire bien avant l'échéance de la période de transition, qui est fixée à 2019. Les entreprises peuvent être assurées qu'elles continueront d'avoir accès au financement bancaire.

Graphique 33 : Le commerce interprovincial compense en partie le recul des exportations

Croissance des exportations interprovinciales et internationales de 2007 à 2011

Dollars constants de 2007



Source : Statistique Canada

Dernière observation : 2011

Les marchés de financement essentiels sont aussi en train d'être renforcés de manière à ce que le financement de marché devienne une source de diversification et d'innovation résiliente pour ces marchés, et non un facteur d'instabilité. En février dernier, la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés a lancé un nouveau service de contrepartie centrale pour les opérations de pension. Le Canada est en voie de concrétiser les engagements pris par le G20 concernant la compensation des produits dérivés de gré à gré. À cet égard, en octobre, les autorités canadiennes ont annoncé que les opérateurs canadiens pourront confier la compensation des contrats de dérivés de gré à gré standardisés à toute contrepartie centrale reconnue par elles, y compris à des contreparties centrales mondiales.

Nous tenons à ce que le Canada soit l'un des premiers pays à adopter les nouvelles normes internationales plus rigoureuses et qu'il encourage les autres pays à faire de même afin d'assurer le maintien d'un système financier mondial ouvert et concurrentiel.

Des politiques budgétaire et monétaire saines

Grâce à une politique budgétaire saine, le Canada fait partie d'un groupe sélect et de moins en moins nombreux de pays offrant des taux sans risque - et c'est ce qui sous-tend notre accès privilégié aux capitaux mondiaux. Notre position

concurrentielle s'améliore, d'autres pays devant appliquer des hausses d'impôts pour satisfaire aux impératifs budgétaires. Au Canada, le rétablissement de l'équilibre des finances publiques exigera certes un effort déterminé, mais cela semble minime au regard de l'ampleur et de la durée de l'ajustement qui est nécessaire aux États-Unis. La saine gestion des finances publiques, qui est bien établie au Canada, offre des avantages très réels.

Pour terminer, je vous parlerai de la politique monétaire. Que nous apporte-t-elle?

Les Canadiens peuvent continuer de compter sur une inflation basse, stable et prévisible. Après plus de 20 ans de faible montée des prix, le souvenir des conséquences d'une inflation forte et variable occupe de moins en moins de place dans la mémoire collective des Canadiens. Il serait facile alors de méconnaître la valeur de cet engagement. Ce serait là une erreur.

Une inflation basse et stable a permis aux consommateurs et aux entreprises de gérer leur situation financière en sachant mieux ce que sera le pouvoir d'achat futur de leur épargne et de leurs revenus. Les taux d'intérêt, tant nominaux que réels, ont aussi été plus faibles et moins variables pour toute une gamme d'échéances. En favorisant la stabilisation de l'inflation, la politique monétaire a contribué à une croissance économique plus stable, à un taux de chômage plus bas et moins variable et à une efficience accrue des marchés financiers¹¹.

Maintenir l'inflation à un niveau bas et stable est le principal objectif de la politique monétaire, mais ce n'est pas le seul. Conformément à notre mandat de « favoriser la prospérité économique et financière des Canadiens », lorsque nous établissons la trajectoire optimale et l'horizon du retour de l'inflation à la cible, le régime flexible de ciblage de l'inflation du Canada nous oblige à prendre en compte les répercussions de ces décisions sur la volatilité de la production, de l'emploi et des marchés financiers. En pratique, la variation de cette trajectoire optimale s'est traduite par un horizon de la cible d'inflation allant de deux trimestres seulement jusqu'à onze trimestres depuis que la Banque a commencé à publier ses projections en 1998¹².

Cette flexibilité est favorisée par la crédibilité de la politique monétaire du Canada. Les attentes d'inflation sont fermement ancrées à la cible de 2 %. Toutefois, la flexibilité est aussi un atout à manier avec précaution. En effet, il est difficile d'établir sa crédibilité, mais il est facile de la perdre.

Si la crise de 2008 a confirmé la valeur de notre régime flexible de ciblage de l'inflation, elle nous a aussi rappelé avec force que la stabilité des prix et la stabilité financière sont inextricablement liées et que si l'on poursuit la première sans égard à la seconde, on risque fort de ne réaliser ni l'une ni l'autre. Les principaux outils permettant d'assurer la stabilité financière sont la réglementation et la supervision micro- et macroprudentielles. Toutefois, dans certaines circonstances, il peut s'avérer approprié pour la politique monétaire d'agir en complémentarité avec la politique macroprudentielle et de contribuer directement à la stabilité financière.

Il peut exister des tensions entre la stabilité des prix et la stabilité financière sur l'horizon habituel de la politique monétaire, parce que les conséquences des excès financiers sont susceptibles de se faire sentir pendant une période plus

étendue que les autres perturbations économiques. Dans les circonstances actuelles, la Banque peut envisager d'établir les taux d'intérêt à un niveau plus élevé que la situation ne le justifierait autrement pour ramener l'inflation à la cible à l'horizon habituel de six à huit trimestres. La Banque a notamment indiqué que l'évolution des déséquilibres dans le secteur des ménages pourrait influer sur le moment et le degré de toute réduction de la détente monétaire en place. Si la Banque devait contrer ces déséquilibres, elle l'annoncerait clairement et ferait savoir combien de temps encore elle estime qu'il faudrait avant que l'inflation retourne à la cible de 2 %.

Pour le moment, des signes semblent montrer que le rythme d'endettement des ménages est en train de ralentir, mais, comme je l'ai souligné, il est trop tôt pour savoir si cette tendance se maintiendra.

Conclusion

Le moment est venu de conclure.

Je ferai d'abord quelques remarques sur la conjoncture économique actuelle. Comme je vous l'ai dit tout à l'heure, l'activité commence à reculer dans le secteur du logement, ce qui cadre généralement avec nos attentes. Les exportations canadiennes devraient contribuer à la croissance du PIB, mais continuer d'être limitées par l'atonie de la demande étrangère et les défis qui subsistent sur le plan de la compétitivité. Au troisième trimestre de l'année dernière, l'activité économique a été faible en partie à cause de perturbations temporaires au sein du secteur de l'énergie. Nous continuons de prévoir qu'elle se redressera tout au long de 2013 même si, à court terme, elle devrait connaître un rythme légèrement plus faible qu'anticipé précédemment. Cette évolution ainsi que d'autres facteurs seront pris en compte lorsque nous réviserons nos projections économiques, qui seront publiées le 23 janvier au moment de la prochaine annonce du taux directeur.

La vigueur et la durabilité du redressement de la croissance en 2013 et au-delà dépendront très largement de la mesure dans laquelle nous parviendrons à réorienter la croissance vers les exportations, l'investissement et l'innovation. Nous sommes bien préparés. Nous avons en main une myriade d'atouts. Si nous mettons ces atouts à profit avec détermination et confiance, il n'y a aucune raison qui nous empêche de continuer à dépasser nos pairs dans l'intérêt de tous les Canadiens.

Je vous remercie de votre attention.

Notes

¹ La Banque du Canada, de concert avec le gouvernement fédéral, a également fourni des liquidités exceptionnelles au système financier pour que les banques canadiennes en bonne santé puissent remplacer les liquidités à court terme et le financement de gros qui s'étaient taris immédiatement après la faillite de Lehman Brothers.

² Selon les calculs de Statistique Canada, voir le Graphique 10.

³ Au Graphique 7, aux fins de comparaisons sur le plan international, les données pour le Canada englobent les ménages et les institutions sans but lucratif au service des ménages, et la définition du revenu disponible a été modifiée.

⁴ Pour une analyse détaillée du point de vue actuel de la Banque concernant la situation financière des ménages et le marché du logement, voir la livraison de décembre 2012 de la *Revue du système financier* de la Banque du Canada, pages 21 à 33.

⁵ M. Carney (2012), *Exporter dans un monde d'après-crise*, discours prononcé devant la Chambre de commerce du Grand Kitchener-Waterloo, Waterloo (Ontario), 2 avril. Voir aussi D. de Munnik, J. Jacob et W. Sze (2012), *The Evolution of Canada's Global Export Market Share*, document de travail n° 2012-31, Banque du Canada.

⁶ OCDE (2012), *Regards sur l'éducation 2012 : Les indicateurs de l'OCDE*.

⁷ Les données sur les postes vacants s'arrêtent en 2003.

⁸ D. Amirault, D. de Munnik et S. Miller (2012), *What Drags and Drives Mobility: Explaining Canada's Aggregate Migration Patterns*, document de travail n° 2012-28, Banque du Canada.

⁹ OCDE (2012), *Études économiques de l'OCDE : Canada 2012*, juin.

¹⁰ Institute for Competitiveness and Prosperity (2009), *Management Matters*, document de travail n° 12; N. Bloom (2011), *Management and Productivity in Canada: What Does the Evidence Say?*, Industrie Canada, document de travail n° 2011-05.

¹¹ T. Macklem (2012), *La pleine mesure du travail*, discours prononcé devant la Chambre de commerce de Winnipeg, Winnipeg (Manitoba), 4 octobre.

¹² Banque du Canada, *Reconductio[n] de la cible de maîtrise de l'inflation : document d'information - novembre 2011*.