



Discours prononcé par Carolyn Wilkins
première sous-gouverneure de la Banque du Canada
CFA Society Toronto
Toronto (Ontario)
22 septembre 2014

La politique monétaire et la reprise décevante

Introduction

Bonjour et merci de m'avoir invitée. Je suis ravie d'être ici en compagnie d'un groupe de spécialistes chevronnés en investissements. Mon discours aujourd'hui fait le lien entre votre monde professionnel et le mien.

Commençons par quelque chose que nous avons tous observé : la reprise au sortir de la crise financière mondiale a été pour le moins décevante. Cela nous a amenés à nous demander sur quel type de croissance nous pouvons raisonnablement compter après une telle déception. Et comment les banques centrales devraient mener la politique monétaire sans compromettre la stabilité financière.

Pendant la crise, les banques centrales et les gouvernements ont pris des mesures sans précédent. Ils ont travaillé de concert afin de prévenir la défaillance d'institutions financières d'importance systémique et d'appliquer des mesures exceptionnelles de relance monétaire et budgétaire. Ces politiques nous ont permis d'éviter le pire.

Cependant, même ces interventions musclées de la part des autorités n'ont pas permis d'éviter une récession mondiale grave et prolongée. Celle-ci a entraîné d'énormes pertes de richesse. La valeur des actions et des maisons a plongé. Les pertes de production à l'échelle du globe se chiffraient à quelque 10 billions de dollars à la fin de l'année dernière. Au total, 62 millions d'emplois ont été supprimés dans le monde en raison de la crise¹.

La reprise a connu maints faux départs et est toujours confrontée à de puissants vents contraires. La croissance mondiale a avoisiné seulement 3 % en moyenne

¹ Ces pertes d'emplois sont estimées par rapport à la tendance. Voir *Global Employment Trends 2014: The Risk of a Jobless Recovery*, Organisation Internationale du Travail, Genève (Suisse).
Internet : www.ilo.org/global/research/global-reports/global-employment-trends/2014/lang--en/index.htm.

ces deux dernières années. Ce chiffre est bien en deçà de la moyenne enregistrée avant la crise, et il est peu probable qu'il soit supérieur en 2014.

Les marchés financiers reflètent cette diminution des attentes. C'est en partie pour cette raison que les taux d'intérêt à long terme dans les grandes économies avancées, dont le Canada, sont très bas.

Aujourd'hui, je traiterai de trois enjeux importants pour les banques centrales. Premièrement, pour mener la politique monétaire, nous devons savoir dans quelle mesure la lenteur de cette croissance est due à des facteurs cycliques ou à des facteurs structurels. Deuxièmement, pour formuler notre politique, nous devons savoir comment ces facteurs, pris dans leur ensemble, influent sur le taux d'intérêt neutre. Et troisièmement, l'évaluation de l'incidence de ces facteurs n'est pas une science exacte. Comme vous le savez, il y a beaucoup d'incertitude. C'est pourquoi nous suivons une démarche axée sur la gestion des risques pour atteindre notre cible d'inflation.

Établir la distinction entre les facteurs cycliques et structurels

Donc, quelle part de cette croissance lente s'explique par des facteurs cycliques et quelle part par des facteurs structurels? L'histoire nous montre qu'une récession de bilan comme celle qui vient de se produire à l'échelle mondiale est suivie habituellement d'une croissance beaucoup plus lente qu'au lendemain d'une récession normale. Une crise financière hypothèque lourdement les pays, et le remboursement des dettes entrave la croissance économique normale pendant longtemps². Il devient alors plus compliqué d'établir une distinction entre les facteurs cycliques et structurels, mais cette distinction est nécessaire afin de déterminer le taux d'une croissance non inflationniste. Pour les banques centrales qui poursuivent une cible d'inflation, le taux d'accroissement de la production potentielle revêt une grande importance. Il contribue de façon notable à la détermination de la trajectoire appropriée pour le taux directeur.

La perte de production potentielle découlant de la crise

Il ne fait aucun doute que les facteurs cycliques jouent un rôle de premier plan dans cette reprise décevante. Durant la crise, la demande a dégringolé, tout comme la production. Alors que les travailleurs quittaient la vie active et que les entreprises annulaient leurs investissements en capital ou fermaient leurs portes, la croissance de la production potentielle reculait également. Nous sommes toujours aux prises avec les vents contraires que font souffler la réduction du levier d'endettement des ménages, l'assainissement des finances publiques et l'incertitude. Selon nos estimations, la production potentielle au Canada est de quelque 3 % inférieure au niveau auquel elle se serait située sans la récession. Cela correspond en gros à 3 500 dollars par ménage. Aux États-Unis, où la crise a frappé plus fort, on estime que la perte de production potentielle varie entre 5 et 13 %, ce qui représente entre 6 500 et 18 000 dollars É.-U. par ménage.

² Cette évolution a été bien documentée, notamment par les professeurs de Harvard Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff.

L'évolution démographique et l'offre de main-d'œuvre

Des facteurs structurels pèsent également sur la production potentielle. La population vieillit, certaines des personnes en âge de travailler qui ont quitté le marché du travail risquent de ne pas y revenir et on craint que les progrès technologiques ne donnent pas lieu aux bonds de productivité observés dans le passé.

Parlons tout d'abord de l'évolution démographique. À l'échelle du globe, au cours des deux prochaines décennies, le nombre de personnes âgées de 65 ans et plus augmentera de plus de 80 %, passant de 600 millions à 1,1 milliard. Le Canada n'échappe pas à cette tendance. Les baby-boomers commencent à partir à la retraite, ce qui diminue la proportion de la population en âge de travailler. Les gens qui prennent une retraite anticipée contribuent aussi à réduire la population active. Au Canada, la progression du PIB potentiel a ainsi baissé d'environ 0,45 point de pourcentage ces cinq dernières années.

Les personnes en âge de travailler qui quittent la population active constituent un nouveau problème. Cette question a été discutée abondamment par les dirigeants de banque centrale réunis à Jackson Hole le mois dernier. La baisse du taux de participation de travailleurs jeunes et dans la force de l'âge témoigne des effets cycliques d'un marché du travail déprimé. Cependant, ces effets cycliques pourraient devenir structurels. Après une longue recherche, si vous ne croyez pas pouvoir trouver d'emploi, vous finissez par vous décourager et cessez de chercher. Plus vous passez de temps hors de la population active, plus vous courez le risque que vos compétences se détériorent et que votre degré d'attachement au marché du travail faiblisse. C'est ce que les économistes entendent par hystérèse.

La croissance de la productivité

Nous savons qu'en présence d'une population active relativement petite, la capacité de croissance d'un pays reposera sur la productivité et la créativité de ses travailleurs et de ses entreprises. La croissance tendancielle de la productivité dans les économies avancées a reculé ces quinze dernières années, et le Canada a perdu du terrain par rapport aux États-Unis et à d'autres pays. Les pessimistes soutiennent que les taux de croissance élevés de la productivité enregistrés dans l'après-guerre ou à la fin des années 1990 sont choses du passé³. En revanche, les optimistes font valoir que les progrès technologiques réalisés dans des domaines comme la nanotechnologie, l'informatique et le génie génétique se traduiront de nouveau par des gains de productivité notables⁴.

³ R. J. Gordon, *The Demise of U.S. Economic Growth: Restatement, Rebuttal, and Reflections*. Internet : http://economics.weinberg.northwestern.edu/robert-gordon/NBER%20P383F%20Sequel_140126.pdf.

⁴ J. Mokyr (2014), « Secular Stagnation? Not in your life », chapitre 6, *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, VoxEU.org Book sous la direction de C. Teulings et R. Baldwin, Londres (R.-U.), CEPR Press (Internet : http://www.voxeu.org/sites/default/files/Vox_secular_stagnation.pdf). Voir aussi *Joel Mokyr on Growth, Innovation and Stagnation*. Internet : www.econtalk.org/archives/2013/11/joel_mokyr_on_g.html.

À la Banque du Canada, nous prenons en compte tous ces facteurs de manière équilibrée dans notre appréciation de la productivité. Nous nous attendons à un redressement des investissements des entreprises, lequel donnera lieu à une progression de la productivité du travail légèrement supérieure au niveau auquel elle se situait avant la crise. Toutefois, elle ne s'établira qu'aux deux tiers environ du sommet de quelque 2 % enregistré à la fin des années 1990. Une baisse similaire est aussi attendue aux États-Unis et dans la zone euro.

La production potentielle

En somme, la croissance de la production potentielle au Canada et dans les autres économies industrialisées sera plus faible qu'au cours des années précédant la crise. Selon notre estimation la plus récente pour le Canada, elle s'établira en moyenne tout juste sous 2 % pendant les deux prochaines années. Cela représente un point de pourcentage de moins que la croissance moyenne de la production potentielle observée durant la décennie antérieure à la crise. Nous mettrons à jour cette estimation dans la prochaine livraison du *Rapport sur la politique monétaire*, qui paraîtra à la fin d'octobre.

Nous sommes d'avis que la perte de production potentielle subie pendant la crise sera comblée en partie grâce à la hausse des investissements des entreprises et à la création d'entreprises. Mais les opinions divergent sur cette question. Vous avez peut-être entendu parler d'une hypothèse plus extrême reposant sur la « stagnation séculaire ». Il s'agit de la thèse selon laquelle l'économie mondiale souffre d'une atonie chronique de la demande, attribuable aux vents contraires persistants et aux facteurs structurels qui étaient présents avant la crise. Cette thèse ne correspond pas à la projection de la Banque. Cette dernière s'attend à ce que les facteurs cycliques qui freinent la croissance continuent à se dissiper au cours des prochaines années. On observe déjà les effets positifs qui s'exercent sur la croissance au Canada et aux États-Unis.

Les implications pour le taux d'intérêt neutre

Permettez-moi maintenant de traiter de tout ce que ces facteurs impliquent pour le taux d'intérêt neutre⁵. L'écart entre le taux directeur et le taux neutre permet de mesurer le degré de détente monétaire dans l'économie. Il nous aide à formuler la politique monétaire.

Le taux neutre est aux économistes ce que la matière noire est aux physiciens. Nous sommes convaincus qu'il existe - il joue un rôle de premier plan dans nos modèles et nos analyses -, mais il n'est pas directement observable. Il est donc important de définir clairement le concept et l'incertitude qui l'entoure. Le taux neutre dont je parle ici est le taux d'intérêt réel sans risque qui permet à l'économie de tourner à plein régime avec une inflation stable une fois que les forces cycliques se sont dissipées. C'est le taux d'intérêt qui produit de l'épargne en quantité tout juste suffisante pour financer l'investissement à long terme. Comme l'épargne peut traverser les frontières, le taux neutre au Canada est

⁵ Knut Wicksell est le premier à avoir utilisé le concept de taux d'intérêt neutre ou naturel. Voir K. Wicksell (1936), *Interest and Prices: A Study of the Causes Regulating the Value of Money*, Londres (R.-U.), Macmillan and Company pour la Royal Economic Society. Édition originale publiée en Suède en 1898.

influencé par des facteurs intérieurs et extérieurs. Nous avons versé dans notre site Web aujourd'hui un [document d'information](#) portant sur le taux neutre, qui décrit très précisément ce phénomène. Permettez-moi de vous en exposer les grandes lignes.

Les taux d'intérêt réels ont reculé dans le monde entier au cours des dernières décennies, y compris au Canada. Cette baisse et le niveau si bas des taux d'intérêt aujourd'hui donnent à penser, à juste titre, que le taux neutre est plus bas qu'avant. Cette situation s'explique par un certain nombre de facteurs structurels liés à l'investissement et à l'épargne.

À l'heure actuelle, le faible niveau de la confiance et l'incertitude quant à la demande brident l'investissement. Il s'agit là de facteurs cycliques, ce qui est peu étonnant vu la durée de la crise. La tendance structurelle ici, cependant, concerne la limite de vitesse de l'économie mondiale. Compte tenu des perspectives de croissance plus faibles de la production potentielle dont je viens de parler, on peut s'attendre à des rendements moins élevés sur les investissements. Les rendements étant plus faibles, les investissements seront inférieurs à ce qu'ils auraient été autrement. Or, lorsque les entreprises investissent moins, la réduction de la demande de fonds qui en résulte exerce des pressions à la baisse sur les taux d'intérêt. La crise financière semble aussi avoir eu une incidence persistante sur la prime de risque associée à la formation de capital. Selon Robert Hall, cette situation permet d'expliquer pourquoi les bénéfices élevés et les bas taux d'intérêt ne stimulent pas davantage les investissements⁶.

Parallèlement, les écarts effectifs de crédit aux entreprises au Canada sont en ce moment supérieurs de quelque 15 à 45 points de base à ce qu'ils étaient avant la crise. Les écarts plus larges ne sont vraisemblablement pas près de diminuer, vu le resserrement de la réglementation financière et d'autres facteurs⁷.

Le taux neutre est aussi influencé par le niveau de l'épargne à l'échelle mondiale, qui a nettement augmenté depuis quinze ans. Un certain nombre de facteurs sont à l'œuvre et ils devraient persister. Par exemple, de nombreuses économies émergentes, en Asie surtout, appliquent des politiques qui favorisent un fort taux d'épargne. En outre, les cours élevés du pétrole ont permis à beaucoup de pays qui en exportent d'enregistrer des excédents notables de leur compte courant. L'épargne est investie dans les actifs des économies avancées, plus particulièrement dans ceux libellés en dollars É.-U. Les réserves de change des pays émergents ont décuplé depuis 2000 et se chiffrent à 8 billions de dollars É.-U.

⁶ R. Hall (2014), « Quantifying the Lasting Harm to the U.S. Economy from the Financial Crisis », *NBER Macroeconomics Annual 2014*, Hoover Institution et le département d'économie de l'Université Stanford, avril.

⁷ Une analyse menée conjointement par le Conseil de stabilité financière et le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire tente de mesurer cet ajustement. Selon cette analyse, une hausse de 3 points de pourcentage du ratio de fonds propres de catégorie 1 sous forme d'actions ordinaires des banques ferait augmenter les marges d'intermédiation de 45 à 50 points de base environ. La Banque a établi des estimations pour le Canada, qui s'inscrivent en gros dans cette fourchette. Internet : <http://www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2010/09/rapport.pdf>.

La nouvelle réglementation du secteur financier pousse également à la hausse la demande d'actifs sûrs, qui servent à satisfaire aux exigences plus rigoureuses en matière de garanties et de volants de liquidité⁸.

Tout bien considéré, nous pensons que le taux d'intérêt neutre est plus bas qu'il ne l'était durant les années précédant la crise, à cause de ces évolutions structurelles. Nous estimons que le taux directeur neutre réel se situe actuellement à l'intérieur d'une fourchette de 1 à 2 %, ce qui correspond à un taux directeur neutre nominal de 3 à 4 %, contre 4 1/2 à 5 1/2 % durant la période antérieure à la crise. Si le taux neutre sert de point d'ancrage dans nos modèles et nos analyses, il n'est pas immuable, car les facteurs structurels qui influent sur lui peuvent varier au fil du temps.

Par rapport à ce concept de taux neutre à plus long terme, le taux directeur au Canada a un effet expansionniste⁹. Cet effet est nécessaire pour que l'écart de production se résorbe et que l'inflation se maintienne à la cible de façon durable. Toutefois, il se peut que le taux directeur ne soit pas au point neutre, même si l'écart de production est résorbé et l'inflation se situe au taux visé. Tant que les facteurs limitant la croissance persistent, le taux directeur devrait être inférieur à son niveau neutre pour que l'inflation se maintienne à la cible de manière durable. Sans ce degré de détente monétaire, l'écart de production réapparaîtrait et l'inflation tomberait sous la cible¹⁰.

Certains vents contraires semblent se dissiper, mais il existe une incertitude considérable quant à leur persistance. N'oublions pas que la dette des économies avancées a doublé, passant d'environ 160 % à 320 % du PIB entre 1980 et 2010, et qu'il faudra beaucoup de temps avant de pouvoir la réduire. En

⁸ O. Blanchard, D. Furceri et A. Pescatori (2014), « A Prolonged Period of Low Real Interest Rates? », chapitre 8, *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, VoxEU.org Book sous la direction de C. Teulings et R. Baldwin, Londres (R.-U.), CEPR Press (Internet : http://www.voxeu.org/sites/default/files/Vox_secular_stagnation.pdf). Voir aussi J. Cruz Lopez, R. Mendes et H. Vikstedt (2013), « Incidence potentielle de la réglementation financière sur le marché des sûretés », *Revue du système financier*, Banque du Canada, juin, p. 49-58.

⁹ L'évolution de la situation internationale joue un rôle crucial dans la détermination des taux neutres à long terme au sein de tous les pays, mais les différences au chapitre des facteurs structurels propres à chaque pays introduisent une certaine hétérogénéité. Les taux neutres à court terme peuvent diverger encore davantage, parce qu'ils subissent l'influence des facteurs cycliques qui peuvent beaucoup varier d'un pays à l'autre (pour d'autres définitions du taux neutre, voir Encadré 1, Mendes, 2014). Par exemple, en faisant référence au taux d'intérêt à court terme, Carney (2013) indique que « le taux d'intérêt réel d'équilibre [au Royaume-Uni] a été négatif et continue de l'être » [traduction]. Les taux neutres à court terme sont plus utiles comme indicateurs permettant de mesurer le taux directeur requis à un moment donné que comme outils servant à évaluer le degré de détente monétaire au sein de l'économie. Compte tenu des vents contraires auxquels l'économie canadienne est confrontée, les différentes mesures du taux neutre à court terme au Canada seraient à l'heure actuelle bien inférieures à la fourchette de 3 à 4 % des taux neutres à long terme. L'orientation de la politique monétaire de la Banque reflète cet état de fait. Voir R. Mendes (2014), *The Neutral Rate of Interest in Canada*, document d'analyse n° 2014-5, Banque du Canada; et M. Carney (2013), *The Spirit of the Season*, discours prononcé devant l'Economic Club of New York, New York, 9 décembre.

¹⁰ Pour des explications détaillées, voir Banque du Canada (2011), « Note technique 2 : Vents contraires, vents favorables et taux directeur », *Rapport sur la politique monétaire*, juillet, p. 32-33. Internet : <http://www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2011/07/rpm-juillet2011.pdf>.

fait, le taux d'épargne devrait s'accroître à l'échelle mondiale au cours des cinq prochaines années.

Comme je l'ai dit plus tôt, selon ceux qui expliquent les événements par la stagnation séculaire, les facteurs freinant la demande sont une composante plus importante et plus constante du paysage économique mondial. S'ils ont raison, le taux neutre réel pourrait en fait être négatif et la politique monétaire pourrait être bien plus restrictive que nous le pensons. Certes, nous ne pouvons pas écarter entièrement cette possibilité, mais nous croyons que le taux neutre réel est encore positif au Canada et que les conditions monétaires sont en général expansionnistes à l'échelle du globe, même si elles varient selon les régions¹¹.

Les défis pour la politique monétaire

Nos estimations de la production potentielle et du taux neutre ainsi que les modèles dans lesquels elles sont utilisées contribuent de manière importante à nos délibérations sur la politique monétaire. Mais cela ne s'arrête pas là. Nous nous demandons aussi en quoi diverses sources d'incertitude devraient influencer sur ces délibérations. De plus, nous énonçons clairement les principaux risques à la hausse et à la baisse qui planent sur notre scénario de référence en matière d'inflation. C'est ce que nous entendons par politique monétaire axée sur la gestion des risques.

À mesure que l'économie se redresse et que l'appareil de production tourne plus près des limites de sa capacité, notre évaluation de la production potentielle et de la marge de capacités inutilisées au sein de l'économie revêt une importance accrue. Il en va de même de notre évaluation à l'égard du taux neutre et du degré de détente monétaire. L'inflation pourrait être plus élevée que prévu si la marge de capacités inutilisées est moins importante et la détente monétaire plus marquée que ce que nous croyons. Nous surveillons de près l'évolution de l'inflation afin de faire la distinction entre les effets temporaires et les effets durables. Heureusement, les banques centrales ont une grande expérience de la maîtrise de l'inflation lorsque celle-ci dépasse la cible et peuvent intervenir rapidement pour la juguler. De fait, étant donné le niveau d'endettement des ménages, nous pensons que la hausse des taux d'intérêt pourrait avoir une incidence plus forte que dans le passé.

Si l'inflation était plus faible qu'anticipé et demeurerait longtemps sous la cible, les autorités pourraient avoir plus de mal à faire face à la situation. Compte tenu du niveau actuel du taux directeur, la politique monétaire traditionnelle ne pourrait pas faire grand-chose de plus. Nous connaissons mieux ce risque maintenant

¹¹ Selon l'hypothèse de la stagnation séculaire, la faiblesse actuelle de la demande est en grande partie une caractéristique structurelle de l'économie. Afin d'expliquer pourquoi cette faiblesse structurelle de la demande n'était pas manifeste avant la crise, les partisans de la stagnation séculaire soutiennent qu'elle était masquée par la croissance insoutenable sur le plan financier enregistrée avant 2008. Une explication plus probable est que la faiblesse de la demande observée depuis la crise est due à la réduction du levier d'endettement et à l'incertitude présente au sein de nombreux pays. Au Canada, cette faiblesse s'expliquerait davantage par l'atonie de la demande mondiale que par la stagnation séculaire. En outre, les données portent à croire qu'à mesure que les vents contraires se dissipent, la croissance se raffermira et les écarts de production se résorbent dans bon nombre d'économies, dont le Canada et les États-Unis.

qu'avant la récession mondiale, époque où les risques à la hausse touchant l'inflation nous préoccupaient davantage.

Si nous étions réellement dans une situation de stagnation séculaire, nous devrions envisager un cadre de conduite de la politique monétaire différent. L'une des options qui a été avancée serait de relever la cible d'inflation de manière à ce que les taux d'intérêt réels soient négatifs, puisque les taux d'intérêt nominaux ne peuvent être inférieurs à zéro¹². Nous aurions alors à composer avec les coûts d'une inflation plus élevée et risquerions en outre d'amplifier les déséquilibres financiers¹³.

Nous examinons les risques que le bas niveau des taux d'intérêt fait planer sur la stabilité financière. Nous avons indiqué clairement que les déséquilibres dans le secteur des ménages figurent en tête de la liste des vulnérabilités que nous avons cernées. Cependant, la politique monétaire n'est pas le principal outil utilisé pour remédier à ces risques. La réglementation et la surveillance, de même que des mesures macroprudentielles ciblées, constituent des moyens de défense plus efficaces. Ces moyens ont été renforcés à de nombreuses reprises depuis 2008¹⁴.

À l'inverse, il existe un risque qu'une réduction prématurée de la détente monétaire puisse compromettre l'expansion. L'histoire regorge d'exemples qui incitent à la prudence. L'exemple classique est celui du resserrement de la politique monétaire en 1937, qui a entraîné une rechute de l'économie américaine au moment même où elle se sortait de la Grande Dépression¹⁵.

La détente monétaire est essentielle à une reprise soutenue de la demande et peut contribuer à accroître l'offre en favorisant les investissements en capital et une hausse du taux d'activité. Les politiques publiques telles que les réformes structurelles et les mesures de relance budgétaire jouent un rôle plus déterminant. Les dirigeants du G20 ont reconnu la nécessité d'adopter des

¹² O. Blanchard, G. Dell'Araccia et P. Mauro (2010), *Rethinking Macroeconomic Policy*, coll. « Staff Position Notes », n° SPN/10/03, Fonds monétaire international; P. Krugman (2014), *Inflation Targets Reconsidered* (document provisoire), Forum des banques centrales de la BCE, Sintra (Portugal), mai, Internet : https://www.ecbforum.eu/up/artigos-bin_paper_pdf_0134658001400681089-957.pdf.

¹³ DeLong et Summers (2012), et Summers (2014), entre autres, soutiennent qu'il faudrait recourir aux politiques budgétaires expansionnistes pour faire augmenter la demande et contrer les effets d'hystérèse négatifs exercés sur la production potentielle. Voir J. B. DeLong et L. H. Summers (2012), « Fiscal Policy in a Depressed Economy », *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 44, n° 1, p. 233-297, ainsi que L. H. Summers (2014), « U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound », *Business Economics*, vol. 49, n° 2, p. 65-73.

¹⁴ Le ministre des Finances a resserré les règles de l'assurance hypothécaire, le surintendant des institutions financières a élaboré des principes plus rigoureux de souscription de prêts hypothécaires et la Société canadienne d'hypothèques et de logement a amélioré ses programmes.

¹⁵ G. Eggertsson et B. Pugsley (2006), « The Mistake of 1937: A General Equilibrium Analysis », *Monetary and Economic Studies* (numéro spécial), vol. 24, n° s-1, p. 151-190.

mesures pour stimuler la demande et la croissance potentielle¹⁶. Bien entendu, les décisions prises par les institutions financières, les entreprises et les ménages sont les principaux déterminants de nos perspectives économiques à long terme.

Conclusion

Pour bien faire notre travail, nous devons évaluer en quoi cette reprise décevante est attribuable à des facteurs cycliques ou à des facteurs structurels. L'économie mondiale fait encore face à des vents contraires, qui sont associés à la récession de bilan. Elle est aussi confrontée à l'évolution démographique, à l'hystérèse sur le marché du travail et à la faible croissance de la productivité.

Nous n'adhérons pas au point de vue pessimiste des partisans de la stagnation séculaire, même si personne ne sait vraiment combien de temps les facteurs limitant la demande vont persister ni quelle est l'ampleur des dommages causés à la production potentielle mondiale. Comme certains pays ont été plus touchés que d'autres, la persistance de ces facteurs variera d'un pays à l'autre. De toute évidence, les taux d'augmentation de la production potentielle dans de nombreuses économies sont plus bas qu'avant la crise. À cause de cette situation et compte tenu du niveau élevé de l'épargne à l'échelle du globe, le taux d'intérêt neutre est également plus bas.

Notre stratégie consiste à examiner les principales sources d'incertitude dans le cadre de nos délibérations sur le meilleur moyen d'atteindre notre cible d'inflation. Cette façon de faire nous aide à éviter de commettre de grosses erreurs difficiles à corriger.

Dans cette optique, il est clair que la détente monétaire doit se poursuivre pour que l'économie canadienne renoue avec une croissance durable et que l'inflation se maintienne à la cible. Par ailleurs, selon l'évolution des données, les vents contraires persistants pourraient inciter les autorités à imprimer un certain degré de détente monétaire, même une fois l'écart de production résorbé, pour garder l'inflation à la cible.

¹⁶ Au Sommet de Sydney, en Australie, en février 2014, le G20 s'est engagé à prendre des mesures afin d'accroître la croissance mondiale de 2 % au cours des cinq prochaines années, essentiellement en supprimant les obstacles à la croissance comme les rigidités des marchés des biens et du travail.