



**Discours prononcé par Stephen S. Poloz  
gouverneur de la Banque du Canada  
Conseil canadien des sociétés publiques-privées  
Toronto (Ontario)  
3 novembre 2014**

# **L'héritage de la crise financière : ce que nous savons et ce que nous ne savons pas**

## **Introduction**

Je suis ravi d'être parmi vous aujourd'hui, merci de m'avoir invité. J'applaudis les efforts du Conseil visant à favoriser des partenariats plus robustes entre les secteurs public et privé pour la mise au point des infrastructures. Ceux-ci sont absolument essentiels pour assurer notre avenir économique.

Aujourd'hui, je vais vous exposer le point de vue d'un responsable de la politique monétaire, dont le mandat est aussi de promouvoir le bien-être économique et financier des Canadiens. J'aborderai deux points : ce que nous savons et ce que nous ne savons pas.

Vous ne serez sans doute pas surpris d'apprendre que la première partie sera plus courte que la seconde. Mon objectif est de vous aider à mieux comprendre les risques auxquels nous sommes confrontés. Si je m'acquitte bien de ma tâche, vous saurez de quelle manière la Banque soupèse les paramètres connus et inconnus au moment d'établir la politique monétaire.

## **Ce que nous savons**

Commençons par ce que nous savons de la situation actuelle. La plupart d'entre nous s'entendent pour dire que tout a débuté par une période de croissance économique exceptionnellement vigoureuse à l'échelle du globe au milieu des années 2000, ainsi que par une certaine dose d'ingénierie financière créative, une explosion de leviers financiers et une bulle spéculative qui a touché de nombreux marchés. La bulle a éclaté lorsque le marché américain du logement s'est effondré et que d'importantes vulnérabilités financières ont été mises au jour.

La crise financière mondiale qui s'en est suivie à l'automne 2008 a été véritablement désastreuse. Les autorités monétaires et budgétaires du monde entier n'ont pas tardé à réagir, les membres du G7 et du G20 ayant fait des annonces collectives en ce sens au cours de la fin de semaine de l'Action de grâce cette année-là. Depuis, les taux directeurs avoisinent zéro dans plusieurs pays et on assiste à un recours sans précédent à des mesures de politique monétaire non traditionnelles, dont l'assouplissement quantitatif.

Nous ne saurons jamais à quel point la situation aurait pu se dégrader sans cette intervention énergique et concertée des pouvoirs publics. Mais, ayant moi-même étudié l'histoire économique, je peux vous dire que tous les ingrédients d'une deuxième Grande Dépression étaient réunis. Nous avons réussi à éviter ce scénario extrême, mais les dommages causés par la Grande Récession ont été néanmoins très graves. À la fin de l'année dernière, les pertes de production à l'échelle du globe découlant de la crise se chiffraient à quelque 10 billions de dollars É.-U., ce qui équivaut à près de 15 % du PIB mondial. Si la crise n'avait pas frappé, il y aurait aujourd'hui plus de 60 millions d'emplois supplémentaires dans le monde.

Pourtant, les souvenirs de ce désastre évité de justesse s'estompent et, aujourd'hui, les gens se demandent pourquoi nos politiques n'ont pas permis, jusqu'à présent, de favoriser une véritable reprise à l'échelle mondiale, qui soit naturelle et auto-suffisante.

Les membres du G20 ont pris acte de ces perspectives de croissance décevantes et se sont fixé comme objectif d'accroître collectivement le PIB mondial de 2 % au cours des cinq prochaines années. L'atteinte de cet objectif dépendra de mesures de politique telles que les réformes axées sur l'amélioration du fonctionnement des marchés du travail, la libéralisation des échanges internationaux et les investissements dans les infrastructures - votre domaine de prédilection -, pour ne nommer que ceux-là. Ces initiatives et cette augmentation du PIB mondial en valent certainement la peine.

## **Ce que nous ne savons pas**

Cela dit, vu la lenteur de la croissance économique mondiale malgré le fait que les taux d'intérêt touchent des creux historiques, il est tout naturel que des questions passablement élémentaires nous viennent à l'esprit. Passons donc maintenant à ce que nous ne savons pas.

Je vais me pencher avant tout sur trois questions qui m'ont été posées dernièrement. Premièrement, qu'est-ce qui empêche une véritable reprise économique mondiale de se produire? Deuxièmement, l'économie a-t-elle subi des dommages permanents en raison de la crise et de ses retombées? Et troisièmement, en cherchant si ardemment à améliorer notre situation, les décideurs publics ne sont-ils pas tout simplement en train de semer les graines de la prochaine crise financière?

### ***Qu'est-ce qui empêche une véritable reprise économique de se produire?***

Si les taux d'intérêt sont à zéro ou près de zéro, il s'ensuit que quelque chose entrave l'économie. Imaginez-vous en train de pagayer en kayak face à un puissant vent contraire - vous devez déployer beaucoup d'effort pour simplement vous maintenir à flot, et encore plus pour accomplir de réels progrès.

On s'entend généralement pour dire que le recours excessif à l'effet de levier est l'une des causes de la crise financière. Au moment où les particuliers et les institutions financières tentaient de réduire leur levier d'endettement au lendemain de la crise, la croissance économique ralentissait. Il est difficile de prévoir quand le processus de réduction du levier d'endettement s'achèvera, du moins à l'échelle du globe.

À titre d'exemple, aux États-Unis, la réduction du levier d'endettement dans le secteur privé a été pénible et rapide, les gens réduisant leur endettement et abandonnant leurs maisons dévaluées et grevées d'une hypothèque démesurée. En Europe, au contraire, ce processus n'en est pas à ce stade, tandis qu'au Canada, les ménages continuent d'alourdir le fardeau de leur dette.

Un autre vent contraire est venu des gouvernements, qui ont réagi à la récession mondiale en appliquant de nouvelles mesures de relance budgétaire. Toutefois, à mesure que la situation se stabilise, il est naturel pour les gouvernements de chercher à rétablir l'équilibre des finances publiques. Cet arrêt des mesures de relance budgétaire fait souffler un vent contraire sur l'économie dans son ensemble, ce qui fait de l'ombre à la reprise du secteur privé qui a lieu en arrière-plan. Encore une fois, la force de ce vent contraire varie d'un pays à l'autre, mais il est manifestement à l'œuvre à l'échelle mondiale.

Le troisième vent contraire, et probablement le plus important, est l'incertitude persistante quant à l'avenir, reflétant l'évolution de la situation géopolitique, la volatilité des marchés ou simplement le traumatisme subi par les entreprises. Certains voient des entreprises à la situation financière solide et se demandent pourquoi elles n'investissent pas. Ces personnes laissent entendre qu'on prend trop de risques sur les marchés financiers, mais pas suffisamment dans l'économie réelle.

Or, les entreprises avec lesquelles nous discutons ici au Canada ne partagent pas ce point de vue. Dans le contexte économique actuel empreint d'incertitude, elles ont en fait l'impression de prendre beaucoup de risques. Et tant que la reprise ne sera pas plus franche, surtout du côté de la demande d'exportations, bon nombre d'entre elles croient qu'il est trop risqué de prendre de l'expansion.

Autrement dit, il semble que le taux de rendement attendu et corrigé en fonction des risques d'un nouvel investissement soit faible aux yeux d'une entreprise et que celle-ci puisse se complaire dans un équilibre temporaire entre faible niveau de confiance et faible niveau d'investissement, même quand les coûts d'emprunt sont exceptionnellement bas, jusqu'à ce que l'incertitude se dissipe et que la confiance revienne.

Nous devons, il me semble, considérer la possibilité que les effets conjugués de la réduction du levier d'endettement, de la normalisation de la situation budgétaire et de l'incertitude persistante continuent à brider la croissance de l'économie mondiale pendant une période prolongée. Nous sommes convaincus que ces vents contraires se dissiperont avec le temps, mais dans l'intervalle les taux d'intérêt demeureront plus bas que par le passé de façon à contrecarrer les forces de ce type.

## ***Certains dommages causés à l'économie après la crise seront-ils permanents?***

Quoi qu'il en soit, il importe de reconnaître que la croissance économique mondiale ne retourne tout simplement pas aux niveaux élevés d'avant la crise financière. D'une part, ces niveaux étaient poussés à la hausse par des leviers d'endettement insoutenables. D'autre part, nous sommes entrés dans la période où les baby-boomers d'après-guerre prennent leur retraite. Il en résulte une baisse des capacités économiques de la planète à mesure que la croissance de la main-d'œuvre ralentit.

Au Canada, par exemple, le taux de croissance de la production potentielle a reculé pour s'établir autour de 2 %, niveau auquel il se maintiendra au cours des prochaines années. À l'échelle mondiale, il a probablement diminué pour se situer aux environs de 3 à 3 1/2 %. Ces deux chiffres sont plus bas qu'avant la crise.

Cependant, cette faible décélération de la croissance de la production potentielle dans le monde est une conséquence naturelle de l'évolution démographique, et non le résultat de la crise. La question la plus importante qui se pose est de savoir si l'un ou l'autre des problèmes observés aujourd'hui deviendront permanents. La question est pertinente à l'échelle mondiale, mais permettez-moi de l'illustrer en faisant référence directement à notre situation ici au Canada.

Un cycle classique de type « récession et reprise » dure traditionnellement deux ou trois ans. Pendant une récession, qui, disons, trouve son origine dans une baisse de la demande d'exportations, les entreprises réduisent la production et mettent à pied des travailleurs, et les dépenses d'investissement et de consommation chutent. Les autorités monétaires et budgétaires réagissent, les exportations se redressent, les entreprises réembauchent leurs travailleurs et ramènent leur production à la normale.

Mais le cycle que nous avons connu est loin d'être classique. Le ralentissement était marqué et s'est révélé persistant. Non seulement le secteur canadien des exportations a réduit la production et mis à pied des travailleurs, mais aussi de nombreuses entreprises ont procédé à une restructuration et beaucoup ont tout simplement disparu.

Dans une recherche récente sur les exportateurs menée à la Banque du Canada, nous avons passé au crible plus de 2 000 catégories de produits non énergétiques affichant une tenue décevante et avons pu établir que, pour environ le quart d'entre elles, la valeur de leurs exportations avait chuté de plus de 75 % depuis l'année 2000. Si les exportations de ces produits avaient plutôt progressé au même rythme que la demande étrangère, elles auraient entraîné une hausse des exportations se chiffrant à peu près à 30 milliards de dollars l'an dernier. En corrélant ces conclusions avec les reportages des médias, nous avons découvert que beaucoup de ces sous-secteurs avaient été touchés par des fermetures d'usines ou d'autres restructurations.

De toute évidence, on ne peut imputer l'ensemble de cette situation à la crise financière et au ralentissement économique qui s'en est suivi, mais pour les entreprises déjà aux prises avec des problèmes de compétitivité, la crise a certainement accéléré les choses. Là où je veux en venir, c'est que, lorsque les entreprises procèdent à une compression des effectifs ou à une relocalisation, ou

encore ferment leurs portes, les effets sur l'économie sont permanents. On ne regagnera pas ces exportations perdues. Il est plus probable qu'elles soient remplacées par autre chose, mais pour ce faire, les entreprises survivantes devront prendre de l'expansion, ou de nouvelles entreprises exportatrices devront voir le jour. Et ces deux processus seront forcément beaucoup plus lents que selon le scénario classique de type « récession et reprise ».

Une contraction dommageable de l'activité a aussi des effets durables sur le marché canadien du travail, car les pertes d'emploi qui en découlent sont permanentes. Nous avons bien redressé la situation après les pertes d'emploi subies pendant le ralentissement économique, mais notre marché du travail n'est pas encore revenu complètement à la normale.

En effet, les conditions de travail au Canada révèlent une marge notable de capacités excédentaires au sein de l'économie. La création d'emplois a progressé à un taux tendanciel de moins de 1 %, ce qui est bien inférieur au taux attendu d'une économie qui se redresse. Par ailleurs, l'essentiel de la croissance récente de l'emploi se concentre dans le secteur à temps partiel. Plus de 900 000 personnes au Canada travaillent à temps partiel, mais préféreraient occuper des postes à temps plein, et le nombre total d'heures travaillées augmente à peine.

À tout cela s'ajoutent les jeunes qui n'ont pas de travail, sont sous-employés ou s'efforcent d'améliorer leurs perspectives d'emploi en bonifiant leur formation. D'après nos estimations, ils sont autour de 200 000 dans cette situation. Et je parie qu'à peu près tout le monde dans la salle connaît au moins une famille dont les enfants majeurs ont élu domicile au sous-sol. Je doute fort que ces jeunes aient pris une retraite anticipée.

La bonne nouvelle, c'est que ces effets dommageables devraient être réversibles avec le temps. Dès que la demande d'exportations augmentera de façon soutenue, l'incertitude face à l'avenir se dissipera et les entreprises s'adapteront. D'après les travaux de recherche menés par la Banque, bon nombre des secteurs d'exportation susceptibles de tirer la croissance disposent encore de capacités excédentaires pour répondre à une hausse de la demande. Voilà en partie pourquoi la croissance de la productivité a récemment repris au Canada - les entreprises réagissent en mobilisant leurs propres ressources - et la création d'emplois est restée faible. Cela dit, une fois ces capacités poussées à leur limite, les entreprises exportatrices commenceront à reconstituer leur capacité de production grâce à de nouveaux investissements, et la création d'emplois redémarrera. De telles conditions seront également idéales pour favoriser la création d'entreprises, et comme on le sait, le nombre de nouveaux emplois générés par de nouvelles entreprises est sans commune mesure.

Les conséquences s'imposent alors d'elles-mêmes : la croissance soutenue des exportations canadiennes se traduira non seulement par une nouvelle demande, mais permettra aussi d'enclencher la phase de reconstruction du cycle économique, qui générera une nouvelle offre. Ce cycle vertueux se poursuivra jusqu'à ce que les capacités excédentaires sur le marché du travail se soient résorbées.

D'après nos estimations, il nous faudra à peu près deux ans pour que nos capacités excédentaires disparaissent, après quoi l'inflation retournera à la cible

de manière durable. En attendant, la détente monétaire doit être maintenue pour que le processus se poursuive. Et en cas de persistance des vents contraires abordés précédemment, des mesures de relance seront peut-être encore nécessaires pour les neutraliser, même après l'épuisement des capacités excédentaires.

***Sommes-nous en réalité en train de semer les graines de la prochaine crise financière?***

En résumé, les vents contraires extérieurs qui empêchent le retour à une croissance naturelle et auto-suffisante restent considérables, et certains des dégâts déjà causés à l'économie persisteront. En revanche, d'après notre appréciation prudente de la situation, l'activité se raffermira à l'échelle mondiale. Le Canada commence à en récolter les fruits, et grâce à la poursuite de la détente monétaire, le pays est en mesure de renouer avec une croissance naturelle d'une économie tournant à plein régime dans les deux prochaines années.

Ce qui m'amène à ma troisième question : toutes ces mesures de détente monétaire contribuent-elles tout simplement à semer les graines de la prochaine crise financière ?

Les conséquences indirectes d'une détente monétaire énergique et prolongée sont bien connues : elle favorise la prise de risque excessive sur les marchés financiers et encourage les particuliers à emprunter outre mesure. Voilà justement les éléments qui ont donné naissance à la crise financière de 2008. Cette question mérite donc qu'on y réponde sérieusement.

Tout d'abord, nous savions dès 2008 que les politiques monétaires expansionnistes encourageraient les gens à emprunter davantage pour acheter plus de maisons et de voitures. C'est d'ailleurs ce qui motive notre action, car il s'agit d'atténuer le ralentissement de l'économie. Cette situation se retrouve dans tous les cycles économiques, pas seulement dans celui-ci. La différence aujourd'hui se situe dans la durée du cycle, qui contribue à aggraver au fil du temps les risques entourant la stabilité financière. La Banque étudie ces risques en détail dans la *Revue du système financier*, qu'elle publie deux fois par an. La prochaine livraison est prévue pour le 10 décembre.

Il importe de noter que le monde a changé depuis 2008. Les membres du G20 avaient pris un engagement important cette année-là, celui de renforcer le système financier mondial. Les travaux en ce sens sont en bonne voie, et le système est aujourd'hui bien mieux capitalisé et plus résilient qu'à l'époque.

De plus, toute une série de changements apportés à la politique macroprudentielle a permis de sécuriser le système. Par exemple, ici au Canada, nous avons renforcé à plusieurs égards les règles entourant le marché hypothécaire. Grâce à ces changements, conjugués aux normes très rigoureuses en matière de souscription, en vigueur bien avant la mise en œuvre même de ces réformes, la situation canadienne s'est démarquée complètement de celle des États-Unis juste avant la crise.

Cela dit, certains détracteurs continueraient sans doute à dire que par nos actions, nous risquons de provoquer la prochaine crise financière. Je pourrais leur demander à mon tour : « Mais qu'aurions-nous dû faire alors ? »

En tant que banque centrale, nous n'avons qu'un seul vrai pouvoir d'influence, celui de fixer les taux d'intérêt à court terme. En ce moment, le degré de détente monétaire en place est suffisant pour ramener l'inflation de manière durable à la cible dans un délai raisonnable, soit environ deux ans. La thèse selon laquelle nous devrions plutôt fixer les taux d'intérêt de manière à réduire les risques associés à la stabilité financière préconise de toute évidence le relèvement des taux d'intérêt.

Je vous propose de faire un exercice mental. À quoi ressemblerait le monde d'aujourd'hui si, au lieu de maintenir les taux d'intérêt à de bas niveaux pour stimuler l'économie, le Canada et les États-Unis avaient remonté leur taux directeur pour l'aligner sur le taux neutre au début de 2011? D'après nos estimations, le taux d'intérêt neutre se situe actuellement entre 3 et 4 % au Canada. À supposer que le taux soit similaire aux États-Unis, il s'agirait alors de relever les taux pour les porter à environ 3 1/2 % dans les deux pays.

Après une telle décision, les vents contraires dont nous avons parlé précédemment nous feraient bien évidemment reculer. D'après ce scénario hypothétique, nous estimons que l'écart de production au Canada aurait été d'environ 5 1/2 % à l'heure actuelle, contre environ 1 %. Le taux de chômage serait supérieur d'environ 2 points de pourcentage à celui d'aujourd'hui et l'inflation mesurée par l'indice de référence évoluerait quelque part entre 0 et 1 %.

Les conséquences se feraient surtout sentir dans la construction et la rénovation de logements ainsi que dans la production d'automobiles. Ces secteurs accuseraient un recul, car ce sont eux qui ont réagi aux politiques mises en place après la crise. Par ailleurs, ces estimations ne prennent pas en compte les effets négatifs sur la confiance qui se propageraient au reste de l'économie selon ce scénario peu réjouissant. Les conséquences pourraient donc être bien plus graves.

Du point de vue du responsable de la politique monétaire que je suis, cette solution n'a rien pour séduire. Notre principal travail consiste à viser la cible de 2 % en demeurant flexible quant au moment où elle sera atteinte, ce qui permet à la Banque de prendre dûment en compte les risques associés à la stabilité financière, pour autant qu'ils ne menacent pas les résultats macroéconomiques.

Actuellement, l'inflation est proche de la cible, mais une partie de sa vigueur s'explique par des facteurs temporaires, comme les hausses des prix de la viande ainsi que des tarifs d'électricité et de télécommunications, et l'incidence de la dépréciation passée du taux de change sur les prix. À moins que l'écart de production se résorbe comme prévu dans les deux prochaines années, l'inflation retombera bien en dessous de 2 %, une fois dissipés les effets temporaires de ces facteurs.

En attendant, les risques liés à la stabilité financière sont évidemment dans notre ligne de mire. Tout particulièrement, le marché du logement reprend de la vigueur et les niveaux d'endettement des ménages sont élevés, ce qui semble accentuer les déséquilibres dans le secteur des ménages. Cela dit, nous sommes convaincus que notre politique visant à refermer l'écart de production et à maintenir l'inflation à la cible sera en phase avec une atténuation éventuelle de ces déséquilibres dans le secteur des ménages. Nous estimons donc que les

risques liés à l'atteinte de la cible d'inflation dans un délai raisonnable se situent dans la zone d'équilibre actuelle.

## **Conclusion**

Je conclurai en disant que j'ai beaucoup insisté aujourd'hui sur ce que nous ne savons pas. Mais il convient de souligner que nous disposons de toute une série d'instruments - certains sont très élaborés et d'autres se résument simplement à des échanges avec des entreprises canadiennes - pour nous aider à porter un jugement sur ces enjeux.

L'approche de la Banque en ce qui a trait à la politique monétaire évolue selon ces éléments nouveaux. Notre réflexion a beaucoup progressé au cours de la dernière année et nous présentons ces enjeux avec bien plus de transparence. Bon nombre des variables clés qui sont indispensables à la prise de décision en matière de politique monétaire - mesures de la capacité de production, taux d'intérêt neutre, perspectives de croissance et d'inflation, etc. - sont maintenant exprimées sous forme de fourchettes. Ces éléments d'incertitude sont véritablement pris en compte dans le processus décisionnel de la Banque.

Tout cela exige que nous envisagions la politique monétaire comme un exercice de gestion des risques. Même si nous considérons que les risques liés à l'atteinte de la cible d'inflation dans un délai raisonnable sont équilibrés, nous savons bien, en qualité de décideurs, qu'il serait plus facile dans la situation actuelle de gérer les conséquences découlant des risques à la hausse plutôt que des risques à la baisse. Et si nous, les dirigeants de banque centrale, semblons trop préoccupés par les risques à la baisse - et donc trop sinistres à vos yeux -, encouragez-vous : nous ne faisons que notre travail.