



**Notes pour le discours prononcé par Stephen S. Poloz
Gouverneur de la Banque du Canada
Ivey Business School
30 avril 2020
London (Ontario)**

Bonjour. Je tiens tout d'abord à remercier la doyenne, M^{me} Sharon Hodgson, de m'avoir invité à prendre la parole devant vous aujourd'hui. Je préférerais toutefois que les circonstances soient meilleures.

Dans mon domaine – celui des banques centrales – les événements des dernières semaines représentent manifestement une « occasion d'apprentissage ». Il est fort utile de réfléchir à ces événements maintenant, pendant que tout est encore frais dans notre mémoire, si frais que la situation évolue encore.

Je vais vous expliquer le contexte très brièvement. Quand je suis revenu à la Banque du Canada comme gouverneur en 2013, l'économie tournait en deçà de sa pleine capacité et l'inflation était nettement inférieure à la cible – une conséquence de la crise financière mondiale de 2007-2009. Je me souviens de mon premier discours, en juin 2013. J'avais alors prédit que l'économie rentreraient graduellement à bon port, c'est-à-dire que le taux d'inflation serait de 2 % et que l'on atteindrait le plein emploi. Nous y sommes parvenus en 2014, mais les cours du pétrole ont chuté, ce qui nous a forcés à prendre un détour. Toutefois, pendant la majeure partie de 2018 et de 2019, l'économie fonctionnait presque à son plein potentiel et l'inflation était très proche de la cible.

Puis, la COVID-19 est arrivée.

La bonne nouvelle, c'est qu'au moment où tout a commencé, l'économie était saine, l'inflation à la cible et le taux de chômage à son niveau le plus bas en 40 ans. Une personne en bonne santé a plus de chances de se remettre de la COVID-19, et c'est la même chose pour notre économie.

Il est important que vous compreniez que lorsque des chocs mondiaux surviennent, le Canada est toujours frappé deux fois : d'abord par le choc lui-même, puis par la baisse des prix des produits de base qui en découle.

Autrement dit, même si nous n'avions eu aucun cas d'infection à la COVID-19, nous serions tout de même aux prises avec les effets macroéconomiques du recul des cours du pétrole.

En janvier et en février, le virus sévissait surtout à l'étranger, mais les cours du pétrole avaient déjà diminué, passant d'à peu près 60 \$ à environ 45 \$ le baril. Nous commençons déjà à envisager des scénarios négatifs susceptibles de se concrétiser soudainement en raison du virus, mais nous savons que la faiblesse des cours du pétrole, à elle seule, exigerait un certain assouplissement de la politique monétaire. Ainsi, le 4 mars, nous avons réduit les taux d'intérêt de 50 points de base. Le lendemain, je me suis rendu à Toronto pour prononcer le discours habituel sur la situation économique. Six cents personnes étaient

présentes. Certains avaient déjà commencé à se saluer en se touchant les coudes, mais la plupart des gens que j'ai rencontrés m'ont donné une bonne poignée de main ou m'ont fait une accolade. Je me souviens de m'être lavé les mains très soigneusement par la suite, un signe que la sensibilisation commençait à faire son œuvre.

J'ai l'impression que le temps s'est arrêté ce jour-là à Toronto. Je me rappelle avoir réellement pris conscience de l'ampleur du choc lors d'une réunion extraordinaire des gouverneurs des grandes banques centrales organisée par la Banque des Règlements Internationaux, le dimanche 8 mars. À cette réunion, les gouverneurs de la Chine, de l'Italie et de la Corée du Sud ont témoigné de la situation dans leur pays. J'ai également assisté à un service commémoratif en l'honneur d'un ami plus tard ce jour-là. Ce fut ma dernière activité sociale, et nous avions peur de nous serrer la main et de manger. Le service commémoratif de mon cher ami Jim restera gravé dans ma mémoire comme le moment où la réalité m'a frappé de plein fouet.

Je n'ai pas le temps de vous donner un compte rendu détaillé des six semaines qui ont suivi. Mais je peux vous dire que nous avons travaillé sans relâche et que les réunions, les vidéoconférences et les appels téléphoniques se sont succédé à un rythme effarant. Les réunions internationales de groupes, comme le G-7, le G-20, la Banque des Règlements Internationaux et le Fonds monétaire international, avaient toutes lieu très tôt dans la journée dans notre fuseau horaire. Nous avons aussi eu des appels bilatéraux avec d'autres dirigeants de banques centrales et tenu des réunions avec divers intervenants canadiens : les chefs de la direction des six grandes banques, des chefs de la direction de caisses de retraite, des représentants d'organismes de réglementation des marchés et ceux d'autres autorités publiques à Ottawa. Et, évidemment, j'ai eu de nombreux entretiens avec mon équipe afin d'ajuster nos politiques et programmes en temps réel.

Pendant ces six semaines, la Banque a abaissé son taux directeur de 100 points de base au total pour le porter à 0,25 %, ce qu'elle considère comme la valeur plancher du taux. Elle a amélioré ses mécanismes d'octroi de liquidités de multiples façons. Elle a accru sa participation aux adjudications de titres du marché monétaire émis par les gouvernements fédéral et provinciaux. Elle a commencé à effectuer des achats massifs d'obligations du gouvernement du Canada. Et elle a lancé des programmes visant à acquérir des acceptations bancaires, du papier commercial, des obligations provinciales et des obligations de sociétés.

Il est utile de considérer ces mesures en deux volets. Le premier vise à assurer le bon fonctionnement des marchés financiers. Quand les risques augmentent, les marchés financiers ont tendance à se paralyser, puisque tout le monde se rue sur l'argent liquide. Dans ce contexte, il peut y avoir rupture de toute la chaîne d'intermédiation financière, et le crédit peut être moins accessible. Les banques centrales ont la capacité de créer les liquidités nécessaires en accumulant les actifs dont les gens ne veulent pas et en leur procurant l'argent liquide qu'ils recherchent. Cela permet d'assurer non seulement la disponibilité constante du crédit, mais aussi son expansion, étant donné que les particuliers

et les entreprises retirent des liquidités. Une fois les tensions dissipées, le processus s'inverse.

Le second volet concerne la politique monétaire. Nous avons réduit les taux d'intérêt de 150 points de base depuis que le choc s'est amorcé. Nous savons que cela ne stimulera pas tout de suite la croissance économique, puisque les magasins sont fermés. Toutefois, cette intervention préparera le terrain en vue de la reprise économique, lorsque les mesures de confinement seront levées. Bien entendu, le bon fonctionnement des marchés est une condition essentielle à la réussite de la politique monétaire.

Quatre fois par année, nous publions nos plus récentes prévisions économiques dans le *Rapport sur la politique monétaire*. À l'approche de l'annonce du taux directeur, fixée au 15 avril, nous avons décidé de ne pas proposer de prévisions chiffrées – une décision controversée. Compte tenu des circonstances, nous avons jugé que cela aurait constitué de l'information faussement précise.

Bien sûr, les prévisions de la sorte abondaient. La situation semblait même se transformer en concours pour savoir qui avait le cran de prévoir la plus forte baisse de l'activité économique. En tant que banque centrale, nous ne jouons pas à ce jeu. On entendait parler de « récession plus importante que la crise financière mondiale », de « la pire récession depuis la Seconde Guerre mondiale », ou encore de « la plus forte récession depuis la Grande Dépression ». Ces comparaisons ne servent à rien, puisqu'elles utilisent des rapports de supériorité pour décrire des événements distincts qui ont eu des effets très différents sur les gens. Une récession est un phénomène dynamique : quand la demande baisse, les entreprises licencient des travailleurs, ce qui fait diminuer la confiance; la demande baisse alors encore plus, et un plus grand nombre d'entreprises licencient des travailleurs. Autrement dit, il s'agit d'une dynamique négative et il faut du temps pour que la situation se rétablisse et s'inverse. Une dépression est plus grave, dans le sens où elle est plus marquée, dure plus longtemps et se produit parce que la déflation interagit avec l'endettement, entraînant des défaillances généralisées. Les notions de récession ou de dépression ne se limitent pas à une simple mesure quantitative.

À ce stade-ci, il n'y a aucune raison de penser que les turbulences actuelles feront émerger une de ces dynamiques comportementales. L'élargissement historique des mesures de soutien budgétaire a été un élément central des dispositions prises en réponse au choc causé par la COVID-19. Nous croyons que ces dispositions vont étayer l'économie et empêcher la confiance des consommateurs et des entreprises de s'effondrer. Elles ont la particularité d'être élastiques, c'est-à-dire qu'elles sont conçues pour s'ajuster – en devenant plus expansionnistes ou restrictives – en fonction de l'ampleur des effets ultimes du choc sur l'activité économique. Il est donc encore plus compliqué de produire des prévisions ponctuelles de l'activité économique car, pour ce faire, il faut analyser à la fois le choc, les mesures budgétaires adoptées en réponse à la situation, et leur interaction. Il faut également faire la différence entre la production et les revenus de l'économie. Autres caractéristiques positives des mesures budgétaires : les subventions salariales aident à maintenir les liens entre employeurs et employés, ce qui permettra une reprise rapide de l'activité quand les mesures de confinement seront levées.

C'est tout le contraire de ce qui s'est produit pendant la Grande Dépression. Les autorités publiques n'avaient tout simplement pas réagi, et avaient même empiré les choses en adoptant des politiques protectionnistes en matière de commerce international. Les mesures prises actuellement visent précisément à atténuer le risque de dynamique négative typiquement observée lors d'une récession ou d'une dépression. La présente situation ressemble en effet beaucoup plus à une catastrophe naturelle qu'à une récession économique classique, et les politiques sont essentiellement conçues pour mettre les freins et permettre à l'économie de redémarrer plus tard. À la suite de catastrophes naturelles, la reprise économique est généralement assez rapide et solide.

Au lieu de proposer de nouvelles prévisions, le personnel de la Banque a travaillé sur plusieurs scénarios. Ces derniers ont pour but de nous aider à comprendre l'importance des hypothèses concernant la propagation du virus et des mesures de confinement connexes, la réaction possible des marchés financiers, la manière dont la confiance des entreprises et des consommateurs pourrait être ébranlée, et l'ampleur des dommages structurels à long terme ou permanents qui pourraient résulter du confinement. Les mesures budgétaires – dont les mesures de soutien direct au revenu –, les politiques visant à encourager le maintien et l'expansion de l'accès au crédit, ainsi que les mesures d'assouplissement monétaire faisaient partie des éléments positifs incorporés aux scénarios.

À partir de ces variables, le personnel de la Banque a élaboré deux scénarios opposés qui ont été soumis au Conseil de direction. Le premier, le scénario « optimiste », supposait que les mesures de confinement seraient levées au moins en partie au cours du mois de mai. Il prévoyait une baisse de l'activité économique de 1 à 3 % au premier trimestre et un ralentissement encore plus marqué au deuxième trimestre, qui amènerait l'activité économique à environ 15 % au-dessous du niveau enregistré au début de l'année. Le niveau d'activité connaîtrait ensuite une remontée considérable mais partielle au troisième trimestre, puis une reprise progressive pour revenir à son taux tendanciel au cours des 12 à 24 mois suivants. Ce scénario ne prévoit que très peu de dommages structurels.

Le scénario plus sombre supposait que les mesures de confinement se poursuivraient jusqu'à l'été. Le niveau de l'activité économique pourrait alors se retrouver 30 % plus bas au deuxième trimestre qu'au début de l'année. Le rebond au deuxième semestre serait encore plus partiel, et les dommages structurels beaucoup plus importants. Même au bout de deux ans de reprise, le niveau du produit intérieur brut (PIB) serait encore bien en deçà de son taux tendanciel initial.

À la mi-avril, certains signes indiquaient que les mesures de confinement prises par le Canada pour aplatis la courbe fonctionnaient, malgré la tragédie qui se déroulait dans les centres de soins de longue durée. Les gouvernements commençaient aussi à définir des critères pour le retour au travail. Tout cela nous a donné à penser que notre scénario optimiste pouvait se concrétiser. La politique monétaire aura toutefois un rôle important à jouer dans le soutien de la reprise économique une fois que les mesures de confinement commenceront à être assouplies. Pour cela, les mesures de détente monétaire doivent se

répercuter jusque sur les emprunteurs ultimes. Il faut donc améliorer davantage le fonctionnement des marchés, plus particulièrement en ce qui concerne les taux hypothécaires à plus long terme affichés par les banques. Ces taux se sont avérés rigides parce que les banques se finançaient encore à des taux relativement élevés sur le marché obligataire.

Ce qui a aussi compliqué la situation, c'est que les politiques budgétaires, si essentielles à l'obtention de bons résultats, ont entraîné un accroissement rapide de la demande sur les marchés des obligations d'État. Il y avait donc un risque que les marchés se tendent de nouveau. Par conséquent, le 15 avril, nous avons maintenu le taux directeur à sa valeur plancher et rappelé que nos achats massifs d'actifs avaient pour but d'assurer le bon fonctionnement des marchés. Nous avons également précisé que si notre programme prévoyant des achats d'au moins 5 milliards de dollars par semaine d'obligations du gouvernement du Canada ne s'avérait pas suffisant pour y arriver, nous allions simplement l'élargir. Nous avons de plus annoncé que nous allions commencer à acheter des obligations provinciales et des obligations de sociétés sur le marché secondaire.

En date du 24 avril, la Banque avait acquis 260 milliards de dollars d'actifs au total, ce qui représente bien au-delà de 10 % du PIB canadien. Ces achats ont à peu près triplé la taille de notre bilan, qui s'élevait à 120 milliards de dollars quand les mesures ont pris effet.

Certains observateurs ont dit que ces transactions équivalaient pratiquement à « imprimer de l'argent » et qu'elles finiraient par causer de l'inflation. Leurs effets s'apparentent effectivement à ce qui se produit quand la Banque émet de nouveaux billets, mais ils sont en réalité très différents. Ce qui se passe actuellement dans l'économie, c'est que les gens choisissent de conserver leurs liquidités, que ce soit en se servant de leur ligne de crédit ou en vendant des actifs financiers. Si la banque centrale ne fournissait pas de liquidités, le crédit se resserrerait et l'économie afficherait une baisse de régime considérable que l'on pourrait qualifier de choc déflationniste. Pour neutraliser un tel choc, il faut fournir les liquidités nécessaires jusqu'à ce que les tensions s'atténuent, c'est-à-dire essentiellement contrebalancer le choc déflationniste en adoptant une politique inflationniste.

Plus tard, quand la reprise s'amorce et que les tensions diminuent, les gens recommencent à investir dans des actifs financiers ou à rembourser leurs lignes de crédit. C'est à ce moment-là que le processus s'inverse et que le bilan de la banque centrale est ramené à un niveau plus normal. Ce processus contraste donc avec ce qui se passe quand la Banque « imprime de l'argent », puisque dans ce cas, l'expansion de son bilan est permanente et les nouveaux billets émis sont injectés de force dans le système. C'est certain que les mesures prises auraient un effet inflationniste sur une économie qui fonctionne normalement, mais ce n'est justement pas le cas de la nôtre. Étant donné les forces à l'œuvre présentement, ces mesures ont un effet stabilisateur plutôt qu'inflationniste sur l'économie.

L'équilibre des forces va changer en fonction de l'évolution de la reprise. Si nous n'évaluons pas correctement l'équilibre entre les forces déflationnistes et inflationnistes pendant la reprise, l'économie pourrait progresser trop rapidement, ce qui ferait monter l'inflation. Nous sommes au fait du risque et nous avons les

outils pour réagir s'il devait se concrétiser. Mais pour le moment, le risque de désinflation nous semble plus immédiat. C'est d'ailleurs en parlant de l'impossibilité d'évaluer la portée des risques à la baisse pour l'économie et l'inflation que j'ai souligné que « personne n'a jamais accusé les pompiers d'utiliser trop d'eau ».

Comme vous pouvez le constater, l'élaboration de scénarios a joué un rôle crucial dans la façon dont nous avons réagi à la crise jusqu'ici, et je m'attends à ce que nous poursuivions dans la même veine. Ces scénarios se préciseront à mesure que nous obtiendrons de nouvelles données, mais il faudra encore un certain temps pour que nous recommandions à établir des prévisions comme nous le faisions habituellement. Nous devrons certainement surveiller si l'économie subit des dommages structurels et réagir en conséquence, en faisant preuve de jugement.

Le point d'ancrage de nos activités reste notre cible d'inflation. Pour les investisseurs et les ménages, le ciblage de l'inflation sert de point de référence pour l'avenir. C'est un indicateur que la Banque déploiera tous les efforts nécessaires pour stabiliser l'économie et la remettre sur la bonne voie, afin d'éviter que l'inflation chute bien en deçà de la cible pendant une période prolongée. Ce sont ce point d'ancrage et notre position d'indépendance par rapport au gouvernement qui font que nos programmes de prêt ont un effet stabilisateur.

À l'heure actuelle, nous faisons face à des risques asymétriques, puisque les risques à la baisse sont beaucoup plus sérieux que les risques à la hausse. Cela simplifie notre gestion des risques pour le moment. En temps normal, le fait d'accentuer les vulnérabilités financières serait aussi un motif d'inquiétude. Après tout, les baisses de taux d'intérêt ont pour but d'encourager les gens à emprunter et, par le fait même, à dépenser. Nous n'avons pas oublié les vulnérabilités financières – elles auront un plus grand poids dans notre cadre de gestion des risques quand nous serons convaincus d'atteindre notre objectif principal.

Pour terminer, voici quelques leçons pour les banques centrales que je tire de cette occasion d'apprentissage :

1. C'est bien d'avoir recours à des scénarios, mais il faut se concentrer sur l'histoire qu'ils racontent. Éviter de donner des chiffres quand l'incertitude est extrême, parce qu'ils génèrent un éventail de possibilités que beaucoup de gens ont de la difficulté à comprendre.
2. Il faut faire en sorte que tout le monde comprenne nos objectifs. Tout ce que nous faisons doit avoir un but précis et s'inscrire dans un cadre cohérent.
3. En situation de crise, les réactions doivent être vigoureuses ou même démesurées, parce que le maintien de la confiance est essentiel à la reprise. Une réaction graduelle a peu de chances de réussir.
4. Les mesures de politique coordonnées sont plus puissantes que celles qui sont prises individuellement. La coordination des efforts peut être à l'échelle nationale ou internationale.

Enfin, j'ai aussi tiré quelques leçons du point de vue du leadership et de la gestion :

- La diversité des expériences passées est très utile quand on sort des sentiers battus.
- Les crises sont exténuantes. Pour être résilient, il faut donc pouvoir compter sur une multitude de ressources de talent.
- Il vaut mieux trop investir dans les technologies et la préparation à la continuité des opérations que pas assez.
- Il est important de rester en contact avec les employés – les activités habituelles doivent se poursuivre.

Merci de votre attention. Maintenant, je serais heureux de discuter de tout cela avec vous.