

## Chapitre 1

# Mesures macroéconomiques et relatives au secteur financier destinées à étayer la reprise

*Le Canada a disposé de nombreux atouts pour surmonter la crise économique mondiale de 2007-09, notamment un secteur financier moins endetté, un volume limité de crédits hypothécaires à risque (subprimes) et la solidité des bilans de ses entreprises. Les mesures prises par les autorités monétaires et budgétaires ont permis de stabiliser les marchés de capitaux et apporté un soutien substantiel à l'économie. Compte tenu du redressement des échanges mondiaux et des prix des produits de base, la reprise est maintenant bien engagée, mais le rythme de la croissance devrait ralentir vers la fin de 2010 et en 2011 étant donné le retrait des mesures de relance, la reconstitution des stocks et le fait que les ménages freinent leurs dépenses en raison d'un endettement élevé. À plus long terme, le Canada devra mener à bien les mêmes réformes délicates que les autres pays de l'OCDE pour rendre plus crédible le risque de liquidation auquel s'exposent les grandes banques, ainsi que pour renforcer la concurrence, la contestabilité du marché et la surveillance exercée par les actionnaires. Dans le cadre des efforts déployés pour accroître la résistance du système financier, la communauté internationale devrait s'inspirer du modèle canadien de réglementation prudentielle fondé sur le risque, qui a permis de limiter les risques dans le secteur bancaire. Les réformes passant par d'amples augmentations des fonds propres des banques devraient s'accompagner d'un renforcement de la discipline de marché, destiné à limiter l'aléa moral et à favoriser des gains d'efficacité. Les autorités devraient améliorer la réglementation des marchés de valeurs mobilières afin d'attirer les capitaux étrangers, d'encourager le jeu de la concurrence et d'améliorer la réglementation macroprudentielle.*

La succession d'événements économiques mondiaux qui a débouché sur la première récession marquée qu'ait connue le Canada depuis le début des années 90 est maintenant bien connue. La faillite ou quasi-faillite de grands établissements financiers aux États-Unis et en Europe, notamment de Lehman Brothers en septembre 2008, s'est soldée par une forte augmentation des écarts de rendement entre titres de dette et par la paralysie de certains marchés du crédit. La croissance des échanges internationaux s'est effondrée vers la fin de 2008, et l'économie mondiale a connu sa première récession internationale synchronisée depuis plus de 60 ans.

Plusieurs facteurs ont joué en faveur du Canada et lui ont permis de surmonter cette récession mondiale. Ses banques et autres établissements financiers étaient moins endettés et détenaient moins d'actifs toxiques que nombre de leurs homologues des autres pays. En partie grâce à un meilleur cadre de réglementation et de surveillance, les grandes banques canadiennes se caractérisaient par un ratio actif/capital moyen de 18, alors qu'il était supérieur à 25 aux États-Unis, à 30 pour les banques européennes et à 40 pour certaines grandes banques mondiales. Dans le secteur des entreprises, les ratios d'endettement étaient relativement bas au début de la récession et ont nettement moins augmenté que dans d'autres pays. Enfin, le ratio de la dette nette de l'ensemble des administrations publiques au produit intérieur brut (PIB) était inférieur à 25 % au début de la crise, nettement en deçà de ceux observés dans la plupart des autres pays de l'OCDE. Les gouvernements disposaient généralement des marges budgétaires nécessaires pour soutenir l'économie, et ils ont de fait mis en œuvre des mesures de relance d'une ampleur supérieure à la moyenne des pays de l'OCDE. Néanmoins, aucun de ces atouts économiques n'a pu totalement mettre le Canada à l'abri de la récession mondiale, et surtout de celle qu'ont subie les États-Unis, compte tenu de la forte intégration économique entre ces deux pays.

## L'économie se remet d'une récession d'origine essentiellement externe

Le fléchissement de l'activité économique a commencé à se matérialiser à la fin de 2007 sous la forme d'un ralentissement des exportations. Ce tassement s'est transformé en véritable récession au dernier trimestre 2008, tandis que le fléchissement de l'activité se diffusait et s'accroissait dans tous les secteurs de l'économie (tableau 1.1). Au début de 2009, la production, l'emploi et l'inflation s'inscrivaient tous en forte baisse. Le ralentissement de l'économie mondiale, et plus particulièrement l'affaiblissement très marqué des secteurs de l'automobile et du logement aux États-Unis, a débouché sur un effondrement des exportations canadienne en termes réels de près de 20 % sur un an. Parallèlement, le retournement très prononcé des termes de l'échange, qui ont diminué de quelque 14 % entre la mi-2008 et le début de 2009, a marqué une inversion de tendance pour ce qui constituait jusqu'alors une source essentielle de croissance du revenu intérieur. La dégradation de la confiance des consommateurs, la perte de valeur des actifs et l'accélération des destructions d'emplois ont sapé les dépenses de consommation, qui ont diminué mais dans des proportions nettement moindres que les exportations. L'incertitude relative aux perspectives économiques, la dégradation de la rentabilité, le durcissement des conditions de crédit et

Tableau 1.1. Indicateurs économiques

Pourcentage de variation annuelle, en volume (dollars canadiens chaînés de 2002)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Demande et production</b>						
Consommation privée	4.1	4.6	3.0	0.2	3.3	3.2
Consommation publique	3.0	3.3	3.7	3.0	4.6	2.1
Formation brute de capital fixe	6.9	3.7	0.9	-10.1	4.7	3.7
Secteur public	5.3	6.1	12.4	13.0	10.5	-2.4
Construction de logements du secteur privé	2.1	2.8	-2.7	-7.4	12.7	4.2
Secteur privé non résidentiel	10.0	3.7	0.2	-17.4	-2.2	5.8
Demande intérieure finale	4.5	4.1	2.6	-1.7	3.8	3.0
Variation des stocks <sup>1</sup>	-0.2	0.2	-0.2	-1.1	1.0	0.3
Demande intérieure totale	4.3	4.3	2.4	-2.8	4.9	3.3
Exportations de biens et services	0.8	1.1	-4.7	-14.0	7.6	6.1
Importations de biens et services	4.7	5.8	0.8	-13.4	11.4	6.4
Solde extérieur <sup>1</sup>	-1.3	-1.6	-1.9	-0.4	-1.3	-0.1
Écart statistique <sup>1</sup>	0.0	0.0	0.0	0.3	-0.1	0.0
PIB aux prix du marché	2.9	2.5	0.4	-2.7	3.6	3.2
<b>Prix et emploi</b>						
Indice implicite des prix du PIB	2.6	3.2	3.9	-1.9	3.5	1.8
Indice des prix à la consommation	2.0	2.1	2.4	0.3	1.6	1.7
Indice des prix à la consommation sous-jacent	1.9	2.1	1.7	1.8	1.7	1.5
Emploi total	1.9	2.3	1.5	-1.6	1.7	1.8
Taux de chômage	6.3	6.0	6.2	8.3	7.9	7.2
<i>Pour mémoire :</i>						
Solde financier des administrations publiques <sup>2</sup>	1.6	1.6	0.1	-5.1	-3.4	-2.1
Dette brute des administrations publiques <sup>2</sup>	69.5	65.0	69.7	82.5	81.7	80.7
Dette nette des administrations publiques <sup>2</sup>	26.2	23.1	22.4	28.9	30.3	31.0
Taux d'intérêt à court terme	4.1	4.6	3.5	0.8	0.9	2.9
Solde des paiements courants <sup>2</sup>	1.4	1.0	0.5	-2.7	-1.6	-1.6
Écart de production (% du PIB potentiel)	0.9	1.0	-1.0	-5.3	-3.4	-2.0

1. Contributions aux variations du PIB en volume (en pourcentage du PIB en volume de l'année précédente).

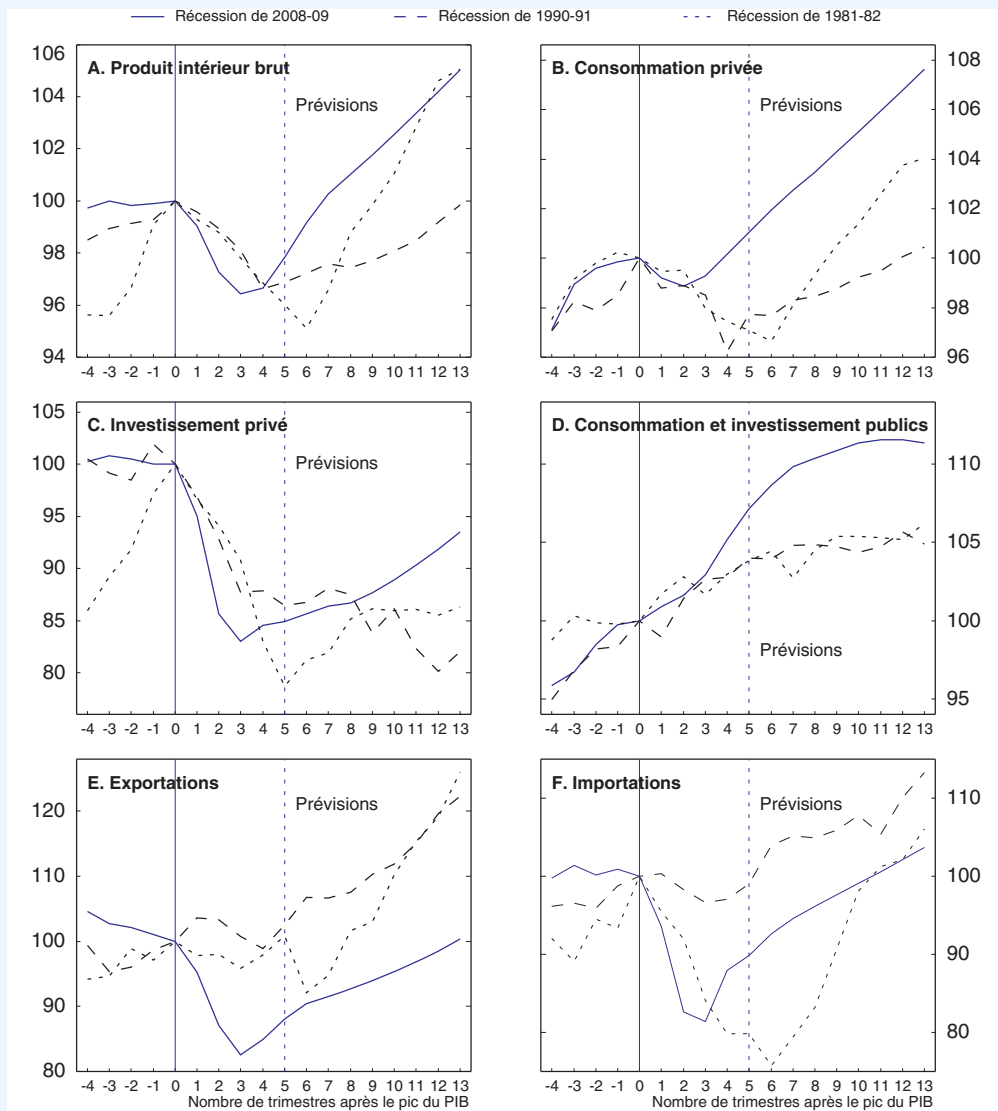
2. En pourcentage du PIB.

Source : OCDE, Base de données du n° 87 des Perspectives économiques de l'OCDE.

**Encadré 1.1. Comparaison entre la dernière récession et les précédentes**

Par rapport aux deux précédentes récessions importantes qu'a connues le Canada au cours de son histoire récente, à savoir celles de 1981 et 1991, la production en termes réels a chuté plus brutalement au début de la récente récession, mais elle a également atteint un plancher et recommencé à augmenter plus rapidement, de sorte que quatre trimestres après le déclenchement de la récession de 2008-09, la production réelle se situait exactement au même niveau par rapport à son précédent pic que lors des deux récessions antérieures (graphique 1.1, partie A). Toutefois, contrairement aux précédentes, la récession de 2008-09 était clairement d'origine essentiellement externe. La consommation privée réelle a été remarquablement résistante et avait retrouvé son niveau d'avant la crise au troisième trimestre 2009, soit quatre trimestres seulement après le début de la récession (partie B). L'investissement réel des entreprises a reculé un peu plus brutalement au début, et reste très inférieur à son niveau d'avant la récession (partie C). La consommation et l'investissement des administrations publiques ont soutenu l'économie pendant la récession (partie D). Les exportations en volume ont en revanche enregistré une baisse sensible et sont demeurées extrêmement basses par rapport aux deux récessions précédentes, même si elles ont amorcé un rebond (partie E). Les importations en volume ont également reculé plus vite que lors des deux récessions antérieures, mais, grâce à la vigueur de la consommation privée et à un dollar canadien relativement fort, elles s'étaient redressées quelque peu au bout de cinq trimestres et s'établissaient à un niveau plus élevé par rapport à leur pic d'avant la crise que lors de la récession de 1981 (partie F).

## Encadré 1.1. Comparaison entre la dernière récession et les précédentes (suite)

Graphique 1.1. Comparaison entre la récession de 2008-09 et les précédentes<sup>1</sup>Indices-chaînes de volume, base 100 au 3<sup>e</sup> trimestre 2008, 1<sup>er</sup> trimestre 1990 ou 2<sup>e</sup> trimestre 1981

1. La récession de 2001 n'est pas prise en compte en raison de son caractère modeste et de sa brièveté. Les « Prévisions » portent uniquement sur la récession de 2008-09.

Source : OCDE, Base de données du n° 87 des Perspectives économiques de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932319915>

l'augmentation des capacités inutilisées ont pesé sur l'investissement des entreprises. La construction de logements s'est aussi fortement contractée. Les producteurs de biens ont d'abord été lents à ajuster leur production, si bien que les ratios stocks/ventes ont atteint des sommets décennaux. La correction consécutive des stocks a exercé des pressions à la baisse sur la croissance de la production au début de 2009. Globalement, le trait distinctif de cette récession par rapport aux deux précédents fléchissements marqués de l'activité, observés au Canada au début des années 80 et au cours des années 90, réside dans le fait qu'elle était essentiellement d'origine externe (encadré 1.1).

### **Des mesures énergiques et coordonnées ont contribué à stabiliser la situation sur les marchés de capitaux**

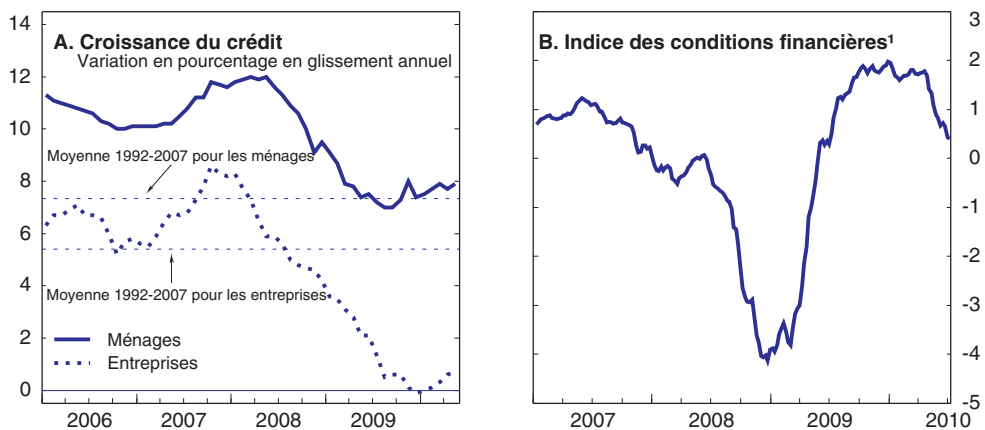
Si la réaction des marchés de capitaux a été moins brutale au Canada que dans de nombreux autres pays, les effets immédiats de la crise ont été particulièrement marqués sur le marché de la dette à court terme des banques et autres sociétés. Le marché des billets de trésorerie adossés à des actifs – désignés au Canada sous le nom de « papier commercial adossé à des actifs (PCAA) » – s’est bloqué, et d’autres marchés du crédit à court terme – ceux du papier commercial classique, des acceptations bancaires et des prêts interbancaires – ont connu des tensions significatives. La Banque du Canada a rapidement réagi aux premières tensions en 2007 en utilisant ses instruments de liquidité usuels, et en procédant à une série d’opérations de prise en pension à plus d’un jour pour un éventail élargi de titres admissibles et des échéances plus longues que d’habitude. Compte tenu de la dégradation de la situation à l’automne 2008, la Banque a de nouveau accru son offre de liquidités aux établissements financiers en réalisant des transactions plus fréquentes avec une palette plus vaste de contreparties, pour des échéances encore plus longues et un éventail de titres admissibles encore plus large. Elle a également pris un certain nombre d’autres mesures pour améliorer la situation en termes de liquidité, notamment en fournissant des liquidités en dollars des États-Unis par le biais d’accords d’échange de devises conclus avec la Réserve fédérale<sup>1</sup>. De l’été 2007 à avril 2009, la Banque du Canada a abaissé son taux directeur de 4.5 % jusqu’à sa valeur plancher effective (0.25 %). De plus, pour influencer sur les anticipations des acteurs du marché et sur la courbe des rendements à des échéances légèrement plus longues, la Banque s’est engagée à maintenir son taux directeur à 0.25 % jusqu’à la fin de juin 2010, en fonction des perspectives d’inflation, même si elle a fini par relever le taux de 25 points de base le 1<sup>er</sup> juin et à nouveau du même incrément à la fin juillet. Compte tenu de la normalisation de la situation sur les marchés monétaires, la Banque du Canada a laissé expirer à la fin d’octobre 2009 deux de ses trois dispositifs d’octroi de liquidités d’urgence – le mécanisme de prise en pension à plus d’un jour de titres privés et la facilité de prêt à plus d’un jour. Le mécanisme ordinaire de prise en pension a continué, quant à lui, à fonctionner jusqu’en avril 2010.

Si la Banque du Canada s’est attachée à atténuer les tensions sur les marchés des financements à court terme des établissements financiers, le gouvernement fédéral s’est, quant à lui, employé à fournir des liquidités à long terme aux acteurs du secteur financier par le biais d’un certain nombre de programmes relevant d’une initiative globale baptisée Cadre de financement exceptionnel (CFE). Un de ces programmes, le programme d’achat de prêts hypothécaires assurés (PAPHA), permettait aux banques de vendre des titres hypothécaires LNH (*Loi nationale sur l’habitation*) à une société d’État, la Société canadienne d’hypothèques et de logement (SCHL). Un nouveau programme, la Facilité canadienne d’assurance aux prêteurs (FCAP), avait pour objet d’assurer les emprunts de gros des institutions de dépôt sous réglementation fédérale qui le demandaient, mais aucune ne l’a fait. Un troisième, la Facilité canadienne de crédit garanti (FCCG), a permis au gouvernement de soutenir les achats de véhicules et de matériel au Canada en faisant l’acquisition de titres de plus d’un an adossés à des prêts et contrats de crédit-bail portant sur de tels actifs. Certains dispositifs relevant du CFE, dont la FCAP, ont expiré à la fin de décembre 2009. Le PAPHA et la FCCG se sont terminés comme prévu à la fin de mars 2010.

Compte tenu de la plus grande solidité structurelle du secteur bancaire et des mesures prises par la Banque du Canada et le gouvernement, les conditions financières ont été moins affectées par la crise financière mondiale au Canada que dans la plupart des autres

pays. Le coût des emprunts de gros a beaucoup moins augmenté et s'est amélioré plus rapidement que dans d'autres pays, tandis que les primes de risque sur les obligations de sociétés sont demeurées plus faibles qu'aux États-Unis et en Europe. Toutes les grandes banques sont demeurées rentables tout au long de la crise. En conséquence, la croissance du crédit est restée dynamique, essentiellement du fait de la vigueur persistante des emprunts des ménages (graphique 1.2, partie A). La croissance du crédit aux entreprises a accusé un ralentissement plus sensible en 2008 et 2009, étant donné l'impact plus fort de la récession sur la demande de crédit de ce type, ainsi que le durcissement des conditions de prêt, mais elle semble maintenant se stabiliser. Dans l'ensemble, les conditions financières se sont normalisées, et en dépit d'un nouveau durcissement consécutif à la crise de la dette souveraine européenne à la fin de 2009, elles sont même aujourd'hui comparables à la période d'avant-crise (graphique 1.2, partie B).

Graphique 1.2. **Croissance du crédit et conditions financières**



1. L'indice des conditions financières (ICF) de la Banque du Canada est une moyenne pondérée de variables financières. Une baisse de l'indice indique un resserrement des conditions financières. L'ICF est normalisé de manière à ramener à zéro sa valeur moyenne sur dix ans.

Source : Banque du Canada.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932319934>

### **Les mesures de relance budgétaires prises au niveau local et mondial ont également stimulé l'économie**

Le plan de relance budgétaire du Canada, dont la plupart des dispositions ont été annoncées dans le cadre des budgets fédéral et provinciaux du printemps 2009, est estimé à 4.1 % du PIB de 2008, soit un niveau supérieur à la moyenne des plans de relance adoptés par les pays de l'OCDE (OCDE, 2009a). Il consiste en grande partie en des fonds fédéraux spéciaux destinés à la réalisation d'investissements d'infrastructure en collaboration avec les provinces. L'investissement des administrations publiques en termes réels est passé de 2.7 % du PIB en volume au troisième trimestre 2008 à 3.4 % à la fin de 2009, et il demeure relativement élevé en 2010. La Banque du Canada a veillé à ce que les conditions monétaires demeurent accommodantes, et il semble probable que le multiplicateur budgétaire ait été plus élevé qu'en temps normal.

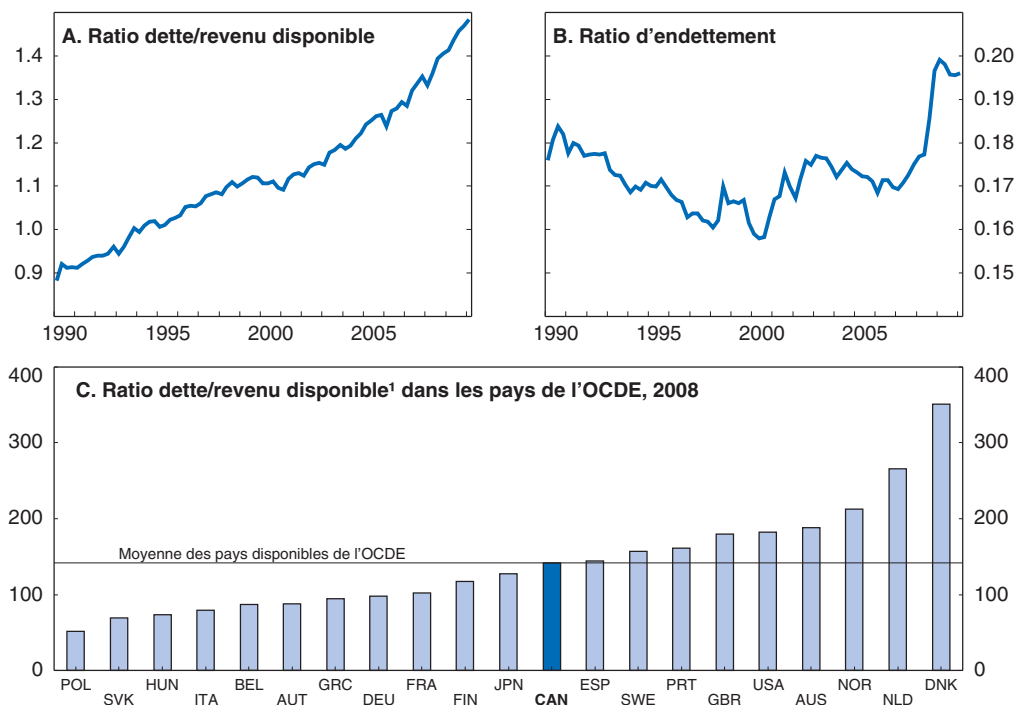
### La reprise s'enracine mais elle sera modérée

Parallèlement à la normalisation progressive de la situation sur les marchés de capitaux et à la montée en régime des dispositifs de relance budgétaire et monétaire, l'activité s'est renforcée au second semestre 2009 et en 2010. La dépense intérieure privée, étayée par des mesures de relance substantielles et un système financier fonctionnant de façon satisfaisante, a contribué de manière sensible à la croissance. L'investissement en logements a été particulièrement dynamique, grâce à la faiblesse des taux d'intérêt hypothécaires et au crédit d'impôt fédéral temporaire pour la rénovation domiciliaire, accordé à hauteur de 15 % de la fraction des dépenses admissibles qui dépasse 1 000 CAD sans excéder 10 000 CAD. Après avoir enregistré des bonds démesurés au dernier trimestre 2009 et au premier trimestre 2010, la croissance du PIB semble maintenant baisser en régime. Cette expansion économique devrait se poursuivre pendant le reste de l'année 2010 ainsi qu'en 2011, mais seulement à un rythme modéré, de l'ordre de 3.0 à 3.5 % par an (tableau 1.1).

### Les dépenses des ménages continueront à contribuer à la croissance, mais leur endettement élevé est une source de risques

La consommation privée continuera à augmenter grâce à l'amélioration de la situation des marchés du travail et à la solidité de la confiance des consommateurs, mais elle ralentira par rapport aux derniers trimestres, car les ménages voient leur ratio dette/revenu disponible et leur ratio d'endettement atteindre des niveaux records et ils doivent freiner la croissance de leurs dépenses (graphique 1.3, parties A et B). La dette des ménages en

Graphique 1.3. Dette des ménages



1. Ménages et personnes morales.

Source : Statistique Canada, Base de données du n° 87 des Perspectives économiques de l'OCDE et Base de données des Comptes nationaux de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932319953>

proportion du revenu disponible était proche de la moyenne OCDE en 2008 après avoir sensiblement augmenté au cours de la décennie écoulée (graphique 1.3, partie C). Toutefois, l'endettement des ménages a continué de s'accroître pendant la récession de 2008-09, la première durant laquelle ait été constatée une expansion globale des crédits aux ménages en termes réels. Cette hausse a concerné pour l'essentiel les prêts hypothécaires, en raison d'un redressement marqué de l'activité dans le secteur du logement. Naturellement, une vigoureuse croissance du crédit constituait un des objectifs de l'action publique, et, malgré la montée de l'endettement, le niveau historiquement bas des taux d'intérêt a permis de réduire la proportion du revenu disponible consacrée au service de la dette. Cela dit, le mouvement de hausse des ratios d'endettement signifie que les ménages sont de plus en plus exposés à de nouveaux chocs négatifs. Par exemple, si les ménages continuent d'emprunter au même rythme que ces derniers temps, et si les taux d'intérêt montent comme prévu, d'ici à la mi-2012 environ 7.5 % des ménages canadiens pourraient être endettés au point d'être « financièrement vulnérables », contre 6.1 % en 2009 (Banque du Canada, 2010). Ce groupe comprendrait probablement de nombreux jeunes primo-accédants ayant tiré parti de la faiblesse des taux d'intérêt hypothécaires. L'investissement résidentiel privé apportait de fait un soutien considérable à l'économie vers la fin de 2009 et le début de 2010, mais le secteur du logement commence à montrer des signes de modération et devrait poursuivre dans cette voie (voir la partie consacrée au logement ci-après).

### ***L'investissement des entreprises devrait se redresser***

L'investissement fixe privé non résidentiel est resté faible pendant la récession, en raison de l'ampleur croissante des capacités excédentaires, mais il devrait se redresser parallèlement à la réalisation d'investissements nécessaires qui ont été repoussés pendant la contraction de l'activité. Compte tenu de la solidité des bilans des entreprises, de leur bon niveau de rentabilité, de la faiblesse des ratios d'endettement, de l'ampleur des liquidités disponibles, du bas niveau des coûts d'emprunt en termes absolus, ainsi que de la baisse des prix des importations de machines et de matériel liée à la vigueur du dollar canadien et à la suppression de tous les droits de douane encore appliqués aux moyens de production, les entreprises, en particulier dans les secteurs non exportateurs, ne devraient guère avoir de motifs de s'abstenir de moderniser leur stock de capital. Le durcissement des conditions non tarifaires d'octroi des prêts a eu une influence restrictive, mais une récente enquête indique que ces conditions commencent à s'assouplir tandis que la reprise s'enracine. Néanmoins, la faible utilisation des capacités et l'incertitude qui entoure la forme de la reprise pourraient se traduire par un redressement poussif de l'investissement dans un premier temps. La formation des stocks devrait contribuer fortement à la croissance du PIB en 2010, étant donné que le redémarrage des ventes a ramené les ratios stocks/ventes à leur niveau moyen de long terme, et que la constitution des stocks devra se caler sur le rythme de progression des ventes.

### ***La contribution des exportations sera modeste***

Le secteur exportateur a bénéficié du rebond marqué du PIB des États-Unis au second semestre 2009. Ce redressement des exportations, même s'il est demeuré modeste par rapport à la chute qui l'avait précédé, a été particulièrement bienvenu, étant donné que, exception faite des produits de base, les exportations canadiennes ont eu tendance à se concentrer dans les secteurs de l'automobile et des matériaux de construction, qui ont été tous deux durement touchés par la crise. Ce rebond initial semble toutefois avoir été déterminé par des facteurs temporaires, tels que la formation des stocks aux États-Unis et le



programme de relance budgétaire mis en œuvre dans ce pays. Les taux de croissance plus modestes prévus aux États-Unis en 2010 et 2011, ainsi que la vigueur du dollar canadien, réduiront la contribution des exportations à l'expansion économique canadienne.

### ***L'évolution des dépenses publiques freinera la croissance compte tenu du démantèlement des mesures de relance***

L'effet positif des dépenses publiques de relance va s'atténuer au cours des trimestres à venir. Les mesures de relance subsistantes aux niveaux fédéral et provincial pour 2010 et 2011 sont estimées représenter environ 1.6 % du PIB, et l'idée d'étoffer les dispositifs de soutien budgétaire à l'activité au-delà de ce qui a déjà été annoncé ne suscite guère d'adhésion. L'action publique, tant au Canada que dans d'autres pays du G20, tend maintenant à se recentrer sur l'assainissement budgétaire (voir le chapitre 2 pour une analyse des stratégies d'assainissement des finances publiques au Canada). La contribution de la politique budgétaire à la croissance devrait se réduire au second semestre 2010 et devenir négative en 2011, tandis que s'achèveront certains projets d'infrastructure et qu'expireront d'autres mesures de relance. Conjugué au taux de change élevé du dollar canadien, l'assainissement budgétaire va entraîner de fait un durcissement de la politique économique, indépendamment des éventuelles mesures adoptées par la Banque du Canada.

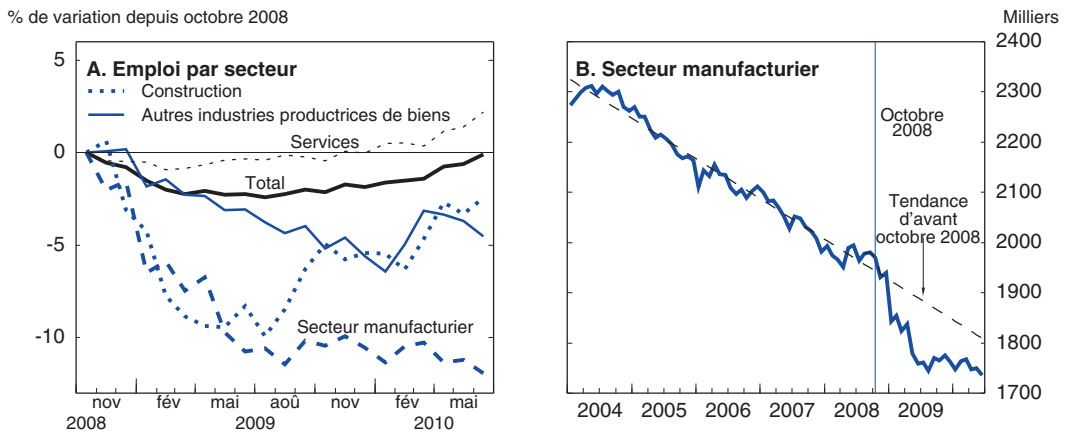
### ***Les pertes d'emplois ont été considérables, mais un renversement de tendance s'est amorcé sur le marché du travail***

Bien que l'emploi ait progressé jusqu'en octobre 2008, le taux de chômage a ensuite fortement augmenté pour s'établir à 8.6 % en juillet 2009. Cette augmentation a été plus prononcée que n'aurait pu le laisser penser la baisse de la production. De 1961 à 2009, une hausse de 2.6 % de la production allait généralement de pair avec une diminution d'un point de pourcentage du taux de chômage (Beaton, 2010). Au cours de la récente récession, une augmentation d'un point de pourcentage du taux de chômage était associée à un recul de 1.6 % seulement de la production. Ce caractère plus marqué de la covariation observée entre le chômage et la production concorde avec le comportement asymétrique mis en évidence par la loi d'Okun sur la durée du cycle économique<sup>2</sup> : le taux de chômage augmente généralement davantage en phase de récession qu'il ne diminue en phase d'expansion économique.


Les pertes d'emplois n'ont pas été également réparties entre secteurs et régions. Elles ont concerné dans une large mesure les secteurs de la construction et de la fabrication (graphique 1.4, partie A). Au niveau régional, la province de l'Ontario, qui possède un ample secteur de la construction automobile, a représenté une part disproportionnée de ces pertes. Il est clair que l'emploi dans le secteur manufacturier évoluait à la baisse depuis des années, bien avant la récession, et cette tendance se prolongera sans doute, de sorte que l'emploi manufacturier reviendra peut-être sur sa trajectoire tendancielle d'avant la crise, mais pas à son niveau d'avant la crise (graphique 1.4, partie B). Ce recul de l'emploi dans le secteur manufacturier correspond à une appréciation tendancielle du taux de change réel et devra être compensé à terme par des créations de postes dans d'autres branches d'activité, pour que l'économie puisse revenir au plein emploi. Ce redéploiement semble être effectivement en train de se produire.

Le gouvernement fédéral a pris des mesures exceptionnelles pour compenser les conséquences économiques et sociales de ces suppressions d'emplois rapides. Une de ces mesures a consisté à étendre la durée des accords de partage du travail, d'abord de 14 semaines, jusqu'à un maximum de 52 semaines, puis de 26 semaines, jusqu'à un

## Graphique 1.4. Évolution de l'emploi



Source : Statistique Canada.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932319972>

maximum de 78 semaines. Le dispositif de partage du travail évite les licenciements en offrant des prestations d'Assurance-emploi aux travailleurs éligibles prêts à travailler à horaires réduits en attendant que la situation de leur employeur se rétablisse. Une autre initiative a consisté à augmenter le nombre maximum de semaines pendant lesquelles une personne peut recevoir des prestations d'Assurance-emploi, modification destinée à maintenir les individus sur le marché du travail afin d'atténuer l'effet de découragement des travailleurs et de relever le taux d'activité (Johansson, 2002). Le risque est que cet allongement de la période de versement des prestations n'encourage certaines personnes à rester au chômage plus longtemps, ce qui peut entraîner une dégradation des qualifications et une augmentation du chômage de longue durée. Si cinq semaines ne représentent pas un énorme changement, des pressions politiques s'exerceront probablement en faveur d'un allongement de la période d'ouverture des droits à prestations, ou d'une pérennisation de ces nouvelles conditions. Dans la mesure où la situation du marché du travail s'améliore à un rythme soutenu, le gouvernement fédéral devrait résister à ces pressions, et laisser les dispositions exceptionnelles expirer comme prévu en septembre 2010.

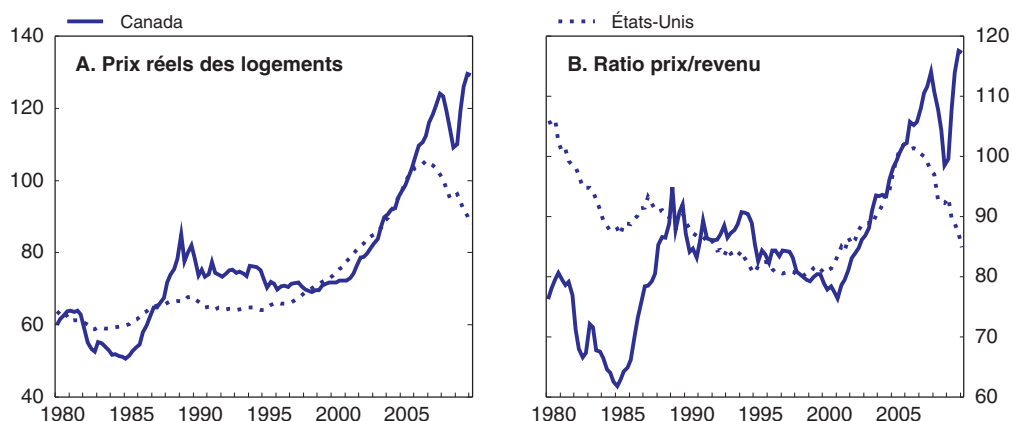
Le nombre d'emplois évolue à la hausse depuis juillet 2009, et il a augmenté de 403 000 entre ce mois et juin 2010. Cette progression compense presque entièrement l'ample baisse cumulée de 417 000 emplois enregistrée entre le pic et le creux du cycle. Cependant, en raison d'une forte progression de la population active, le taux de chômage n'a baissé lentement pour revenir à un peu moins de 8 % (graphique 1.10, partie B). Même si l'économie continue à créer des emplois au rythme de 25 000 par mois environ, ce qui représente à la fois le taux moyen de création d'emplois dernièrement et pendant les périodes de forte expansion de la population active occupée de 2003 et 2008, l'augmentation continue de la population active fait qu'il faudra davantage de temps pour que le taux de chômage reflue à son niveau d'avant la crise. En fait, le taux de chômage devrait continuer à reculer à un rythme modéré et atteindre 7 % à la fin de 2011, soit un niveau encore nettement supérieur au taux de 6,2 % enregistré en octobre 2008, même si le taux de chômage estimé était alors légèrement en deçà de son niveau viable. En tout état de cause, l'augmentation des salaires devrait rester modérée dans un avenir prévisible.

## Le marché du logement a connu une nouvelle flambée des prix mais devrait se calmer prochainement


Le cycle du marché du logement n'est pas le même au Canada qu'aux États-Unis, et le mouvement de baisse consécutif à la crise a été bref et limité dans le premier de ces deux pays. Les prix ont rapidement recommencé à augmenter et ont dépassé leur sommet d'avant la crise (graphique 1.5). Les principales raisons pour lesquelles les ménages canadiens ont pu faire monter les prix des logements existants malgré un environnement économique déprimé sont au nombre de quatre. *Premièrement*, les ménages canadiens sont entrés dans la récession avec un niveau d'endettement moins élevé que leurs voisins des États-Unis. De nombreux ménages étaient donc encore en situation de contracter des emprunts supplémentaires. *Deuxièmement*, ils avaient accès à un secteur bancaire relativement solide, encore disposé à accorder des crédits et pratiquant des taux d'intérêt hypothécaires très favorables (voir ci-après). Le taux de croissance des crédits aux ménages est resté supérieur à son niveau moyen rétrospectif au plus fort de la récession (voir le graphique 1.2, partie A, ci-avant). En outre, si les taux à long terme ont beaucoup moins diminué que les taux à court terme tandis que la Banque du Canada assouplissait sa politique monétaire, ils n'en ont pas moins sensiblement reflué, entraînant également à la baisse les taux hypothécaires (graphique 1.6, partie A). *Troisièmement*, dans le cadre de ses mesures de relance budgétaires, le gouvernement fédéral a accordé un crédit d'impôt aux primo-accédants et a racheté des crédits hypothécaires aux banques pour les encourager à octroyer de nouveaux prêts. *Quatrièmement*, les prêts hypothécaires à risque (*subprimes*) n'ont jamais représenté plus de 5 % des nouvelles émissions, alors que cette proportion avait culminé à 33 % aux États-Unis. En conséquence, le taux d'impayés sur les crédits hypothécaires n'a que légèrement augmenté au Canada, tandis qu'il a grimpé en flèche aux États-Unis (graphique 1.6, partie B).

Graphique 1.5. **Prix des logements**

Indices, 2005 = 100

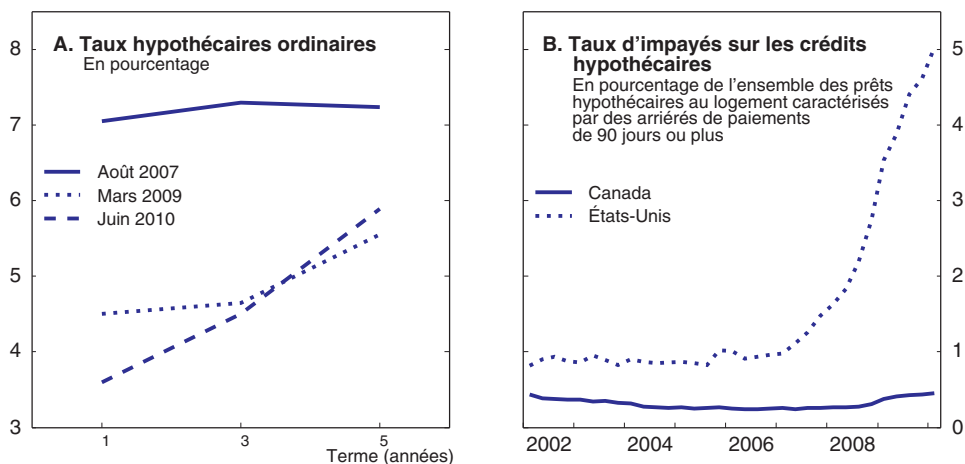


Source : OCDE, Base de données du n° 87 des Perspectives économiques de l'OCDE, données du Service d'inscription multiple obtenues via le ministère des Finances du Canada et l'Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO) des États-Unis.


StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932319991>

L'évolution en V des prix réels des logements au cours de la crise économique s'est produite alors qu'ils s'établissaient à un niveau historiquement élevé (graphique 1.5). De manière générale, les prix réels des logements avaient augmenté parallèlement au ratio prix/revenu de la fin des années 90 jusqu'à juin 2008, où le prix moyen de revente des biens

Graphique 1.6. Déterminants du marché du logement



Source : Banque du Canada pour la partie A ; Association des banquiers canadiens et Mortgage Bankers Association (Association des établissements de crédit hypothécaire) des États-Unis pour la partie B.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932320010>

immobiliers d'habitation a commencé à diminuer en glissement annuel pour la première fois depuis plus de neuf ans, mais pendant un bref laps de temps. En conséquence, les prix des logements au Canada, ou tout au moins sur certains marchés régionaux ou locaux, notamment ceux de Toronto et Vancouver, reflètent sans doute encore une situation de demande excédentaire. Le prix moyen de l'immobilier d'habitation a récemment atteint un niveau égal à cinq fois le revenu moyen après impôt des ménages, ce qui représentait une hausse de 35 % par rapport au niveau moyen à long terme de ce multiple qui était de 3.7 (Sauvé, 2010). Un des facteurs ayant pu alimenter cette appréciation régulière réside dans l'orientation relativement accommodante de la politique monétaire au cours des années 2000, même si cette hypothèse est controversée (encadré 1.2). En revanche, selon certaines études, l'appréciation soutenue des prix immobiliers a représenté un rattrapage par rapport aux déterminants de long terme, et les prix sont désormais globalement alignés sur les fondamentaux (Tsounta, 2009).

### Encadré 1.2. La règle de Taylor et les prix des logements

Un calcul fondé sur la règle de Taylor conduit à se demander si la longue période d'orientation relativement accommodante de la politique monétaire qui a marqué les années 2000 a contribué à la hausse prolongée et soutenue des prix des logements observée au cours de cette décennie. Selon des travaux de l'OCDE, un assouplissement conventionnel de la politique monétaire, caractérisé par des taux d'intérêt nettement inférieurs à celui calculé suivant la règle de Taylor et maintenus à ce niveau pendant une période prolongée, est fréquemment suivi de l'apparition de déséquilibres financiers sur les marchés immobiliers d'habitation (Ahrend, Cournède et Price, 2008). Si les fonctions de réaction de la politique monétaire avaient suivi une règle de Taylor simple, fondée sur l'écart de production et l'inflation et assortie de coefficients de pondération classiques, les taux d'intérêt à court terme auraient effectivement été maintenus à un niveau plus élevé pendant la plus grande partie des années 2000, tant aux États-Unis qu'au Canada (Sutherland et al., 2010). Pour illustrer le cas du Canada, le graphique 1.7 met en regard à une fréquence mensuelle le taux directeur effectif de la Banque du Canada et le taux calculé suivant la règle de Taylor énoncée ci-dessous :

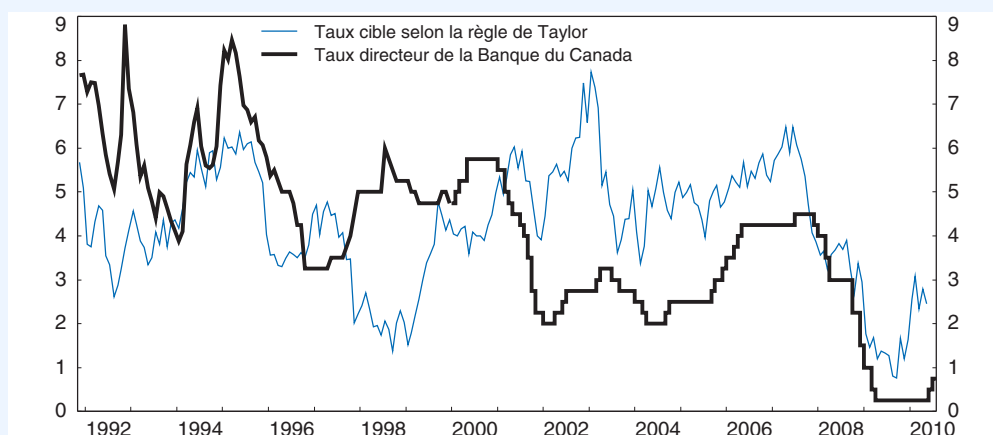
$$i^{Taylor} = 2.5 + \pi^F + 0.5 \cdot GAP + 2 \cdot (\pi - 2)$$


## Encadré 1.2. La règle de Taylor et les prix des logements (suite)

où 2.5 est le niveau supposé du taux d'intérêt réel neutre\*,  $\pi_e$  est l'inflation anticipée à long terme calculée comme le ratio entre le rendement des obligations d'État canadiennes de référence à long terme et celui des obligations à rendement réel à long terme, GAP est l'écart de production estimé dans la dernière édition des *Perspectives économiques de l'OCDE* calculé avec une fréquence mensuelle par interpolation, et  $\pi$  est la variation sur 12 mois de l'indice des prix à la consommation sous-jacent, le terme entre parenthèses représentant l'écart entre l'inflation sous-jacente observée et le point médian de la fourchette de maîtrise de l'inflation retenue par la Banque du Canada (2 %). Pour un écart de production de zéro, avec une inflation actuelle et des anticipations d'inflation à long terme stabilisées à 2 %, le taux d'intérêt directeur neutre obtenu avec cette règle de Taylor est de 4.5 %, et correspond à celui utilisé dans les *Perspectives économiques de l'OCDE*. Les paramètres de sensibilité aux écarts d'inflation (2) et à l'écart de production (0.5) utilisés dans cette fonction de réaction sont ceux qui sont ordinairement employés dans les travaux économiques publiés sur cette question, et reflètent le poids relativement important qu'une banque centrale pratiquant le ciblage de l'inflation, comme la Banque du Canada, accorderait à l'inflation. Néanmoins, l'utilisation d'autres valeurs couramment retenues pour ces paramètres ne modifierait pas les résultats d'un point de vue qualitatif.

## Graphique 1.7. Taux directeurs effectif et fondé sur la règle de Taylor

En pourcentage



Source : Statistique Canada, Banque du Canada, Base de données du n° 87 des *Perspectives économiques de l'OCDE* et calculs de l'OCDE. StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932320029>

Bien que la corrélation mise en évidence n'ait qu'une valeur indicative, la période durant laquelle la Banque du Canada a maintenu de manière prolongée son taux directeur nettement en deçà du taux calculé suivant la règle de Taylor correspond parfaitement à la période de hausse soutenue des prix réels des logements observée au cours de la dernière décennie (voir le graphique 1.5 pour l'évolution des prix de l'immobilier d'habitation). Il faut cependant noter qu'entre 2002 et 2008 les conditions monétaires se durcissaient sous l'effet de l'appréciation du dollar canadien.

\* À titre de comparaison, le dernier modèle trimestriel de prévision utilisé par la Banque du Canada, baptisé ToTEM (*Terms-of-Trade Economic Model*), est fondé sur un taux d'intérêt réel neutre plus élevé, de 3.2 % (Murchison et Rennison, 2006).

Quelles qu'aient été les causes de cette hausse des prix des logements, compte tenu des évolutions récentes et des facteurs qui les sous-tendent, on peut raisonnablement escompter que des pressions à la baisse s'exerceront sur ces prix dans un avenir proche. Premièrement, les taux d'intérêt hypothécaires augmenteront probablement parallèlement à la normalisation du taux directeur. Les taux hypothécaires canadiens sont généralement

réajustés à intervalles de quelques années, de sorte que les personnes ayant acquis des logements après la baisse des taux d'intérêt à court terme consécutive à la crise économique verront bientôt les taux de leurs emprunts augmenter. *Deuxièmement*, comme d'autres pays de l'OCDE, le Canada entre probablement dans une période assez longue de croissance relativement lente des revenus des ménages, ce qui pèsera sur l'investissement résidentiel. *Troisièmement*, l'offre de logements neufs semble rattraper la demande, ce qui devrait à terme ralentir la hausse, voire entraîner une baisse des prix des logements existants. Les mises en chantier de logements au Canada ont été très dynamiques pendant tout le second semestre 2009 et au début de 2010, même si une atténuation des tensions s'est amorcée sur le marché de la construction et de la rénovation. Il est quasiment certain que celui-ci a été stimulé par la ruée qui a précédé l'instauration en Ontario et en Colombie-Britannique de nouvelles taxes de vente harmonisées (TVH) le 1<sup>er</sup> juillet 2010 qui font augmenter le prix des logements neufs ainsi que le coût des opérations de revente dans ces deux provinces. Les ajustements apportés au cadre de garantie de l'assurance hypothécaire qui sont entrés en vigueur en avril 2010 ont également sans doute dynamisé le marché du logement, en incitant certains acquéreurs à acheter avant que ces modifications ne prennent effet.

### ***Des mesures ont été prises pour ralentir la croissance du marché des crédits hypothécaires***

De fait, des mesures ont été prises de façon appropriée pour atténuer les tensions sur le marché des crédits hypothécaires, et d'autres dispositions pourraient encore être adoptées si les premières s'avèrent insuffisantes. Au Canada, le gouvernement fédéral fournit des garanties financières au titre de l'assurance contre le risque de défaut de remboursement des crédits hypothécaires caractérisés par une quotité de financement élevée, c'est-à-dire pour lesquels le montant emprunté représente au moins 80 % de la valeur du bien acquis. Cette assurance hypothécaire est fournie soit par la Société canadienne d'hypothèques et de logement (SCHL), qui bénéficie d'une garantie à 100 % du gouvernement fédéral sur les crédits hypothécaires assurés, soit par des assureurs privés, qui bénéficient d'une garantie à 90 % du gouvernement fédéral (voir ci-après). Ces garanties sont assorties de conditions qui peuvent varier au fil du temps<sup>3</sup>. En février 2010, le gouvernement fédéral a ajusté de la manière suivante les critères d'admissibilité à l'assurance hypothécaire garantie par le gouvernement :

- Toutes les personnes qui contractent un prêt hypothécaire doivent remplir les critères de solvabilité liés à un crédit hypothécaire à 5 ans à taux d'intérêt fixe, même s'ils optent pour un prêt de plus courte durée assorti d'un taux d'intérêt inférieur. Cela aidera les acheteurs de logements à faire face à des hausses de taux d'intérêt dans l'avenir.
- Le montant maximum du prêt permis lors d'un refinancement hypothécaire sera réduit de 95 % à 90 % de la valeur de l'habitation. Grâce à cette mesure, la propriété résidentielle deviendra un moyen d'épargne plus efficace.
- La mise de fonds minimale exigée sera de 20 % pour les prêts couverts par une assurance hypothécaire garantie par le gouvernement relatifs aux biens non occupés par leurs propriétaires.

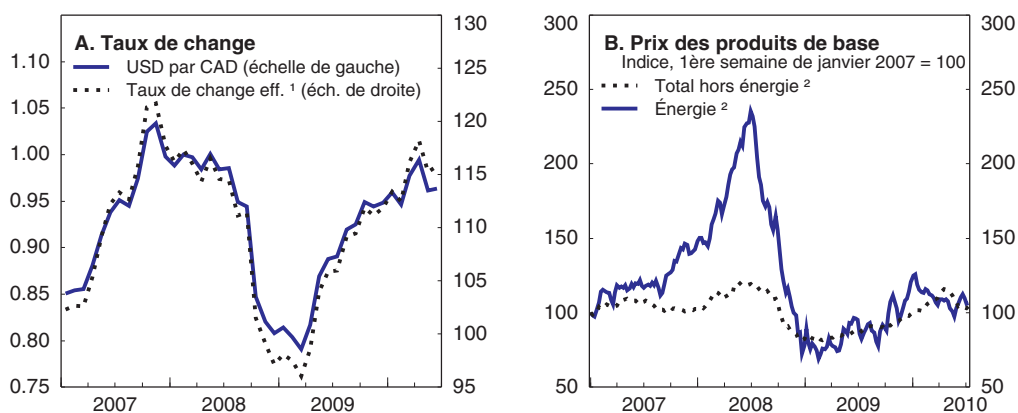
Le gouvernement pourrait imposer aux banques d'indiquer la sensibilité des remboursements d'emprunt hypothécaire aux hausses de taux d'intérêt ; certaines banques ont déjà commencé à fournir des informations en ce sens. Il pourrait également exiger des mises de fonds plus importantes pour tous les crédits hypothécaires bénéficiant

d'une garantie fédérale, et non uniquement pour ceux relatifs aux biens non occupés par leurs propriétaires. La récente crise mondiale a montré l'importance que revêtent pour l'ensemble de l'activité économique la formation puis l'éclatement des bulles sur le marché du logement. Les critères d'octroi des prêts et le cadre d'assurance hypothécaire sont les instruments adaptés pour limiter l'ampleur de ce cycle.

### **Le taux de change entre le dollar canadien et le dollar des États-Unis a considérablement fluctué**


Compte tenu de la forte dépendance économique du Canada à l'égard des États-Unis – qui représentent environ trois quarts des exportations canadiennes – les évolutions du taux de change bilatéral entre leurs monnaies peuvent être lourdes de conséquences. Or, ce taux de change a fortement fluctué ces derniers temps, quasiment en parallèle avec les prix des produits de base (graphique 1.8). Les ratios relatifs dette publique/PIB affectent aussi le taux de change réel Canada-États-Unis, une baisse du ratio canadien par rapport aux États-Unis entraînant le taux de change à la hausse. Les prix des produits de base et les ratios relatifs dette publique/PIB expliquent ensemble environ 46 % de la variance à long terme du taux de change réel entre les monnaies du Canada et des États-Unis, les 54 % restants étant imputables à des facteurs spécifiques au Canada, et les écarts de taux d'intérêt jouant un rôle important à court terme (Cayen *et al.*, 2010). S'agissant de la période prolongée d'appréciation générale de 2002 à 2007, la conjonction de ces deux facteurs explique plus de 60 % de l'augmentation du taux de change réel entre le dollar canadien et celui des États-Unis, chacun de ces facteurs ayant pesé d'un même poids dans la balance. Depuis 2007, le taux de change du dollar canadien a atteint puis franchi son niveau de parité avec la monnaie des États-Unis pour la première fois depuis 1976, avant de se déprécier de 20 % environ, puis de regagner entièrement le terrain perdu jusqu'à retrouver la parité avec le dollar des États-Unis, pour osciller près de ce niveau depuis avril 2010. Il est donc clair que le régime de change flottant du Canada joue un rôle important d'absorption des chocs pour l'économie du pays, même si la volatilité du taux de change est une indéniable source d'incertitude pour les secteurs et les régions à forte intensité d'échanges commerciaux. Néanmoins, le niveau du taux de change ne constitue pas en soi un des objectifs de la

**Graphique 1.8. Taux de change et prix des produits de base**



1. Taux de change effectif (pondéré en fonction des échanges internationaux) nominal, indice de base 100 en 2005.
2. En dollars des États-Unis sur la base de la production canadienne.

Source : Statistique Canada et Base de données du n° 87 des Perspectives économiques de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932320048>

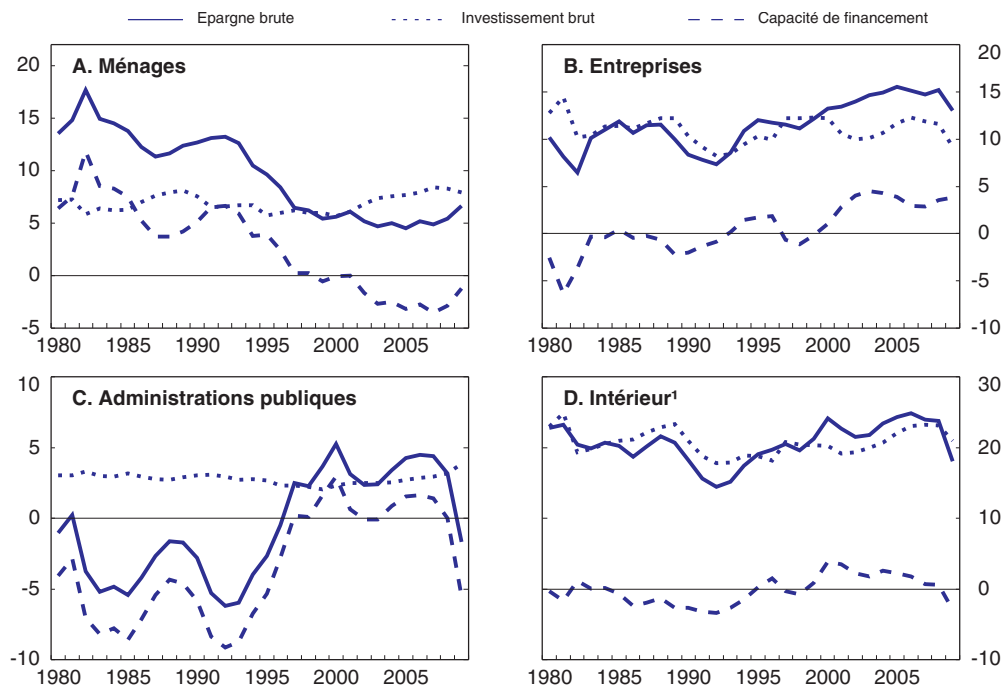
politique monétaire, et ce à juste titre. La Banque du Canada suit attentivement les fluctuations du taux de change et, conformément à sa mission, n'en tient compte que dans la mesure où elles influent sur les perspectives d'évolution des prix à la consommation.

### **Le Canada joue un rôle négligeable dans les déséquilibres mondiaux entre épargne et investissement**

Tout au long de ces 30 dernières années, le besoin (ou la capacité) de financement global du Canada vis-à-vis du reste du monde n'a jamais été extrême, et partant, ce pays n'a jamais contribué de manière importante aux déséquilibres mondiaux largement évoqués qui ont joué un rôle dans la crise économique (voir par exemple Obstfeld et Rogoff, 2009). En termes d'épargne, jusqu'au début de la récession, l'épargne nette des secteurs des administrations publiques et des entreprises compensait largement le besoin de financement du secteur des particuliers, et le pays était passé d'un léger besoin de financement vis-à-vis du reste du monde pendant la plus grande partie des années 80 et du début des années 90 à une modeste capacité de financement (graphique 1.9). Dernièrement, toutefois, cette situation s'est inversée. Compte tenu de la dégradation rapide de la situation budgétaire des administrations publiques en 2008 et 2009, le secteur des administrations publiques est redevenu emprunteur net pour la première fois depuis plus de dix ans, de sorte que le secteur intérieur dans son ensemble affichait un léger besoin de financement. En termes d'encours, la dette totale des secteurs public et privé en proportion du PIB était plus faible, avant la crise et au début de 2009,


**Graphique 1.9. Soldes épargne-investissement par secteur institutionnel**

En pourcentage du PIB



1. Il s'agit de la somme du secteur des particuliers, du secteur des entreprises et du secteur des administrations publiques, qui correspond à l'inverse du secteur des non-résidents. La capacité de financement du secteur intérieur, calculée ici sur la base des comptes nationaux, correspond d'un point de vue conceptuel au solde des paiements courants dans la balance des paiements.

Source : OCDE, Base de données des Comptes nationaux trimestriels.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932320067>



au Canada que dans tout autre pays du G7 (McKinsey Global Institute, 2010). Depuis le début des années 90 et jusqu'à la crise financière, cette proportion était stable au Canada, aux alentours de 220 % du PIB, alors qu'elle avait augmenté dans tous les autres pays du G7, pour atteindre plus de 400 % du PIB au Royaume-Uni et au Japon. La part de la dette totale détenue par l'étranger était également plus limitée au Canada (14 %) que dans les autres pays du G7, hormis le Japon (7 %). Dans l'ensemble, cette analyse du solde épargne-investissement ne révèle aucune faiblesse grave, même si, comme indiqué précédemment, une part non négligeable des ménages pâtiront d'une montée des taux d'intérêt, compte tenu de leur niveau élevé d'endettement.

Du fait de la diminution du solde commercial et du fléchissement des marchés de produits de base tout au long de la récession, le solde des paiements courants est devenu négatif en 2009, pour la première fois depuis 11 ans. Les prix des produits de base ont regagné depuis une partie du terrain perdu et la demande mondiale se redresse, ce qui contribue à réduire le déficit des paiements courants en 2010, mais ce déficit devrait persister à court terme. La vigueur de la monnaie canadienne (vis-à-vis du dollar des États-Unis) réduira la compétitivité des exportations, stimulera le tourisme des Canadiens dans le reste du monde et dissuadera les voyageurs étrangers de se rendre au Canada. Malgré la reprise, la demande des États-Unis restera également relativement faible en termes absolus. Le vieillissement de la population accentuera les pressions à la baisse qui s'exercent sur les taux d'épargne des ménages, les retraités puisant dans leur patrimoine pour payer leurs dépenses de consommation courante au lieu d'épargner une fraction de leurs revenus courants. Néanmoins, à long terme, le Canada ne devrait pas rester en situation d'emprunteur net vis-à-vis du reste du monde. Si les administrations publiques peuvent progressivement revenir à l'équilibre budgétaire, et dans la mesure où de nombreux pays, comme la Chine, devraient acheter de plus en plus de ressources naturelles au Canada, celui-ci devrait redevenir un exportateur net et un prêteur net au reste du monde.

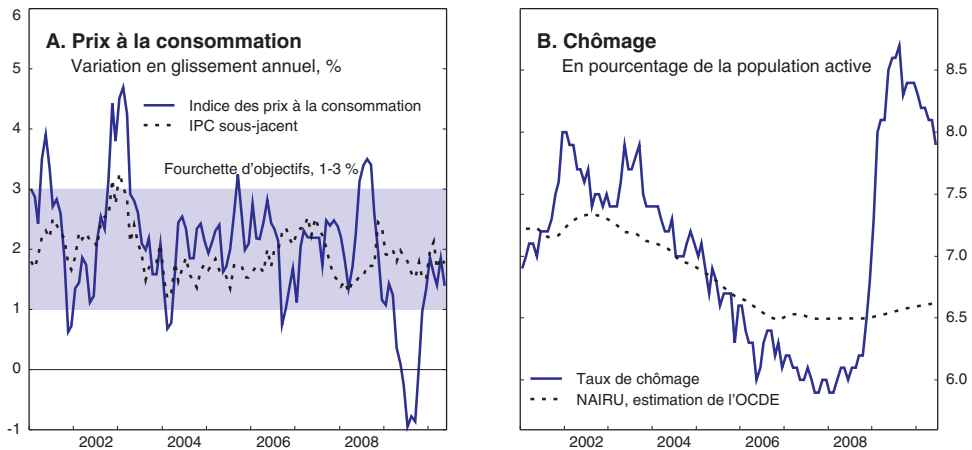
## Les mesures de relance exceptionnelle prises dans le cadre de la politique monétaire doivent être démantelées

### *L'inflation globale est restée modérée, mais l'inflation sous-jacente a été d'une vigueur surprenante*


L'inflation globale a été relativement modérée dans un contexte marqué par un volant substantiel de ressources inutilisées dans l'économie (graphique 1.10, partie A). Les prix à la consommation ont diminué en glissement annuel entre juin et septembre 2009, mais cette baisse était largement imputable aux fluctuations des prix mondiaux de l'énergie. Les prix ont recommencé à augmenter à la fin de 2009, l'effet de base du niveau élevé des cours des produits de base en 2008 commençant à se dissiper. L'inflation sous-jacente a cependant surpris par sa vigueur pendant la récession, en partie du fait d'un ralentissement moins rapide que prévu de la progression des salaires malgré l'ampleur de l'offre excédentaire. Il reste à déterminer si ce phénomène est dû à l'ancrage solide des anticipations d'inflation, ou à la rigidité plus prononcée des prix et/ou des salaires à de très bas niveaux d'inflation.

L'importance du chômage limitera dans une large mesure les tensions sur les salaires, et le pouvoir de fixation des prix des producteurs devrait rester faible pendant un certain temps (graphique 1.10, partie B). Le regain de vigueur du dollar canadien atténuera également l'inflation. En conséquence, l'inflation sous-jacente devrait rester modérée

Graphique 1.10. Inflation et chômage



Source : Statistique Canada et estimations de l'OCDE à partir de la Base de données du n° 87 des Perspectives économiques de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932320086>

pendant un certain temps. L'inflation globale se redressera temporairement au milieu de 2010, ainsi qu'au début de 2011, en raison des modifications apportées aux impôts sur les ventes. L'Ontario et la Colombie-Britannique ont en effet mis en place des taxes de vente harmonisées (TVH) le 1<sup>er</sup> juillet 2010 – or, l'instauration de ce type de prélèvement entraîne une hausse des prix de nombreux services, dans la mesure où ceux-ci sont inclus dans les bases d'imposition – tandis que la Nouvelle-Écosse a relevé le taux de sa TVH à la même date. Par ailleurs, le taux de la taxe de vente du Québec (TVQ) augmentera le 1<sup>er</sup> janvier 2011. Néanmoins, tant l'inflation globale que sous-jacente devraient rester nettement en deçà de 2 % en 2011, sur fond de resserrement progressif et régulier de la politique monétaire par la Banque du Canada à partir de la mi-2010.

### **La stratégie de sortie de la Banque du Canada est relativement simple**

L'impact des mesures sans précédent prises dans le cadre la politique monétaire sur la taille du bilan de la Banque du Canada a été relativement modeste, comparé aux conséquences des dispositions adoptées dans d'autres pays. Pendant la crise financière mondiale, le volume de liquidités exceptionnelles offertes par la Banque a culminé à quelque 40 milliards CAD en décembre 2008, soit environ 80 % de la taille moyenne de son bilan avant la crise. En décembre 2009, la base monétaire avait augmenté de 25 % par rapport à son niveau d'avant la crise au Canada, alors qu'elle avait enregistré une croissance de 150 % aux États-Unis et de plus de 200 % au Royaume-Uni (Minegishi et Cournède, 2010). Cela tient, d'une part, au fait que la Banque du Canada a pris des mesures exceptionnelles moins nombreuses et d'une ampleur plus limitée que nombre d'autres banques centrales – elle n'a procédé, par exemple, à aucun achat ferme d'actifs à long terme auprès du secteur privé – et, d'autre part, au fait qu'elle a neutralisé pour l'essentiel l'effet expansionniste de l'apport de liquidités supplémentaires sur la base monétaire, en augmentant les dépôts des administrations publiques et en vendant des bons du Trésor. En conséquence, la stratégie mise en œuvre par la Banque pour retirer les liquidités excédentaires du marché monétaire a été relativement simple. Cette stratégie a reposé sur une réduction automatique de son bilan, la Banque laissant se dénouer les positions prises antérieurement.

L'orientation actuelle de la politique monétaire reste extrêmement expansionniste. Grâce aux antécédents de la Banque du Canada en matière de ciblage de l'inflation, les anticipations inflationnistes sont demeurées dans la fourchette de maîtrise de 1 à 3 % tout au long de la crise financière, de sorte que le taux réel des bons du Trésor s'est établi en moyenne aux alentours de -1.75 % au cours de l'année écoulée. L'ampleur de la relance monétaire est incontestablement considérable. En outre, la faiblesse des taux d'intérêt a contribué de manière efficace à stimuler la croissance du crédit, compte tenu de la relative solidité du système bancaire. Si le redressement de l'économie se poursuit suivant la trajectoire escomptée aujourd'hui, l'écart de production se réduira jusqu'à ce que l'orientation exceptionnellement accommodante de la politique monétaire ne se justifie plus. D'après les estimations présentées dans la dernière édition des *Perspectives économiques de l'OCDE*, l'écart de production (néгатif) se situe dans une fourchette de 3 à 3.5 % du PIB à la mi-2010, et il devrait se réduire pour s'établir entre 1 et 1.5 % à la fin de 2011. Sur la base de ces chiffres, des prévisions de croissance tendancielle à moyen terme, et d'un scénario de poursuite d'une expansion modérée après 2011, l'écart de production devrait se combler aux alentours du dernier trimestre 2012. En conséquence, une normalisation progressive du taux directeur serait souhaitable, dans le prolongement de la première hausse de ce taux attendue en juin 2010. Cette évaluation sera naturellement revue à la lumière des données économiques recueillies. La Banque du Canada pourrait marquer une pause à tout moment dans son cycle de resserrement en cas de reprise moins vigoureuse que prévu et de recul de l'inflation, ou l'accélérer dans l'hypothèse inverse.

Plusieurs facteurs militent en faveur d'un rythme de normalisation modéré. *Premièrement*, les intervalles de confiance qui entourent les prévisions économiques sont d'une ampleur inhabituelle, et des doutes subsistent quant à la pérennité de la reprise. De fait, la Banque du Canada a averti que les risques entourant la reprise mondiale et les marchés financiers se sont accentués depuis fin 2009, en raison de facteurs tels que la crise de la dette souveraine européenne et la persistance des déséquilibres mondiaux (Banque du Canada, 2010). Dans ce contexte d'incertitude, il est plus judicieux de pécher par excès de prudence, et de prendre le risque d'une inflation un peu plus forte, que de durcir trop tôt la politique monétaire et risquer de freiner la reprise. *Deuxièmement*, l'expiration des mesures temporaires de relance à la fin de 2010 et en 2011, ainsi que le début de l'assainissement budgétaire tant au niveau fédéral que provincial, contribuera déjà à ralentir la reprise et à réduire les tensions inflationnistes dans les secteurs (tels que la construction) ayant bénéficié des dépenses de relance. En outre, les autorités doivent déterminer le rythme du resserrement monétaire en tenant compte du synchronisme des stratégies de sortie, tant sur le plan budgétaire que monétaire, au niveau mondial. *Troisièmement*, étant donné la faiblesse des paramètres fondamentaux de la consommation – ratio d'endettement record des ménages, perte de patrimoine net et croissance relativement molle des revenus – et la baisse probable des prix des logements qui se profile à l'horizon, même un durcissement modéré de la politique monétaire devrait suffire à entraîner un ralentissement sensible de la croissance des dépenses de consommation. Enfin, *quatrièmement*, la vigueur du dollar canadien se traduit déjà de fait par un resserrement considérable des conditions financières.

### **L'entente actuelle sur la cible d'inflation devrait être renouvelée en l'état**

En novembre 2006, la Banque du Canada et le gouvernement fédéral ont reconduit la cible de maîtrise de l'inflation qu'ils avaient adoptée d'un commun accord pour une nouvelle

période de cinq ans. Parallèlement, la Banque a lancé un programme de recherches concerté sur les coûts et avantages d'un objectif d'inflation inférieur à 2 %, et sur les coûts et avantages d'un remplacement de l'objectif actuel d'inflation par un objectif de niveau des prix à plus long terme. La Banque a mené des travaux de recherche en interne et encouragé les travaux externes sur ces questions, en vue de préparer le prochain renouvellement de l'entente entre la Banque du Canada et le gouvernement fédéral sur la cible d'inflation, à la fin de l'année 2011. Selon l'*Étude* de 2008, sur la base des éléments disponibles à l'époque, l'économie canadienne avait tiré des avantages substantiels du régime en place, et aucun argument convaincant n'étayait l'idée qu'une modification du régime actuel de ciblage de l'inflation déboucherait sur des avantages qui l'emporteraient sur les coûts éventuels de l'adoption d'une nouvelle politique inadaptée, ou d'une remise en cause de la crédibilité acquise par la Banque du Canada au cours des deux décennies précédentes dans le cadre du régime en place. Il était également indiqué dans l'*Étude* de 2008 que des travaux de recherche complémentaires s'imposaient, afin que la décision prise en 2011 le soit en pleine connaissance de cause.

Après avoir réexaminé les travaux de recherche sur la question en mettant à profit une année supplémentaire d'analyses<sup>4</sup>, Amano, Carter et Coletti (2009) parviennent à la conclusion que l'adoption d'une cible d'inflation inférieure à 2 % est probablement préférable au maintien du *statu quo*, bien que le niveau exact auquel il conviendrait d'abaisser cet objectif n'ait pas encore été déterminé, et que les avantages qu'en tirerait la population canadienne ne soient pas clairement définis. Leurs données laissent à penser qu'un abaissement du point médian de la fourchette cible d'inflation, de 2 % à 1 % par exemple, n'aurait probablement guère de conséquences négatives et pourrait s'avérer bénéfique sur le plan économique, tout en renforçant l'attachement de la Banque à la stabilité des prix. S'agissant de l'adoption d'une cible de niveau des prix, ils concluent que le bilan est plus mitigé, et que des travaux complémentaires s'imposent concernant : i) l'influence d'une cible de niveau des prix sur les pratiques contractuelles et les anticipations d'inflation ; ii) la manière dont les autorités monétaires pourraient asseoir la crédibilité de leur engagement envers une telle cible ; et iii) la vulnérabilité de l'économie canadienne aux chocs habituellement considérés comme particulièrement préjudiciables à l'efficacité de la cible dans les travaux publiés sur la question. Après s'être penché sur les mêmes travaux, David Dodge, ancien gouverneur de la Banque du Canada, parvient à la conclusion suivante : « [Il] n'existe pas encore d'élément montrant clairement qu'une cible d'inflation plus basse déboucherait sur des performances économiques *nettement* meilleures que celles obtenues avec la cible de 2 %, même si certaines indications laissent à penser que cela pourrait être le cas » (Dodge, 2010). S'il est un point sur lequel ces deux analyses convergent, c'est la nécessité de poursuivre le programme de recherches, et de tenter de répondre aux questions en suspens avant l'échéance du renouvellement de l'entente sur la cible d'inflation. Toutefois, étant donné que les conclusions établies jusqu'ici restent à confirmer, il semble peu probable que cette incertitude soit dissipée et que l'on dispose d'éléments suffisamment solides pour convaincre les autorités de modifier l'entente actuelle d'ici à la mi-2011, où devra être prise la décision relative à son renouvellement. En l'absence de tels éléments, le gouvernement devrait sans doute opter pour la solution la plus prudente, et conserver un régime éprouvé et sûr, auquel les responsables de la banque centrale et les acteurs du marché se sont bien adaptés. Dans la mesure où les administrations publiques s'endettent lourdement, la période 2011/12 serait particulièrement mal choisie pour procéder à une modification importante du régime d'inflation, susceptible de perturber les anticipations des acteurs du marché.

Certes, la crise économique a ramené au premier plan des arguments militant en faveur d'un taux moyen d'inflation globalement plus élevé, mais ces arguments ne sont pas convaincants. Un de ces arguments est qu'une inflation plus forte réduit le risque de se heurter à l'impossibilité de fixer des taux d'intérêt nominaux inférieurs à zéro, si une politique monétaire très expansionniste devient nécessaire. Dans de nombreux pays, une inflation plus élevée, et donc des taux d'intérêt nominaux supérieurs, au début de la crise financière aurait permis de réduire davantage les taux d'intérêt, ce qui aurait probablement atténué la chute de la production et la dégradation des soldes budgétaires, ou contribué à ramener plus rapidement la production, l'emploi et l'inflation à leur niveau d'équilibre (Blanchard, Dell'Araccia et Mauro, 2010). Mais comme on l'a déjà noté, à l'heure actuelle il ne serait pas souhaitable de déstabiliser les anticipations inflationnistes. De surcroît, cet argument ne tient pas compte des coûts considérables que l'inflation impose, souvent aux membres les plus vulnérables de la société. Un autre argument avancé est qu'une inflation forte facilite les ajustements sur le marché du travail, en renforçant la flexibilité des salaires réels. Dans un contexte de faible inflation, pour que le niveau des salaires relatifs soit satisfaisant, il faudrait qu'un nombre important de travailleurs acceptent de voir leur rémunération diminuer, ce qui est peu probable compte tenu de la rigidité bien connue des salaires nominaux. Dans ce cas, un taux d'inflation un peu plus élevé déboucherait sur un chômage plus limité, de manière non pas temporaire, mais durable (Akerlof, Dickens et Perry, 2000). Cependant, les données disponibles montrent que telle n'est pas la situation au Canada.

La crise financière mondiale a également soulevé un certain nombre de questions sur la conduite de la politique monétaire eu égard à l'évolution des marchés de capitaux. Ainsi, la crise a rouvert le débat sur les mesures à prendre en cas d'envolée des prix des actifs et de montée de l'endettement. La coordination des interventions de la banque centrale et des autorités de régulation constitue un autre sujet de réflexion. La crise a offert de nombreux exemples de pays où la coordination entre organismes publics s'est révélée difficile, ce qui a alimenté un débat sur la tendance à la séparation entre autorités monétaires et autorités de régulation observée avant la crise. Aucun consensus ne semble avoir émergé dans l'un ni l'autre de ces débats. S'agissant du second, dans le cas du Canada, étant donné l'absence de problèmes de coordination entre organismes publics et l'apparent bon fonctionnement des procédures de partage des informations en place, là encore il n'y a pas lieu de tenter de réparer un mécanisme qui semble en bon état.

## À moyen terme, la croissance de la production potentielle ralentira

Les travaux empiriques récents montrent que les récessions économiques ont tendance à se traduire par des pertes de production importantes et durables, et que ces pertes sont généralement plus lourdes lorsqu'elles sont associées à une crise financière. Furceri et Mourougane (2009) estiment qu'une crise financière réduit durablement le niveau de la production potentielle de 1.5 % à 2.4 % en moyenne dans les pays de l'OCDE, et même jusqu'à 4 % en cas de crise grave ; selon d'autres études, les effets seraient encore plus marqués<sup>5</sup>. À en juger par des estimations prospectives de l'OCDE, le niveau de la production potentielle au Canada pourrait globalement être inférieur de 3.5 % à celui qu'il aurait atteint à moyen terme sans la crise économique, ce qui s'explique en grande partie par la hausse du coût du capital (OCDE, 2010c). Le facteur d'ajustement de la production potentielle qui vient au second rang par ordre d'importance est l'effet de travailleur découragé sur le taux d'activité. Les récessions majeures – lorsque la variation de l'écart de production est au moins de six points de pourcentage entre le pic et le creux – ont sur le

taux d'activité des effets négatifs, statistiques et économiques, très prononcés que les récessions plus modérées n'ont pas. On estime que le Canada vient de connaître ce type de récession, avec un écart de production de 1.2 % au point haut, au deuxième trimestre 2007, qui est passé à -5.9 % au point bas, au troisième trimestre 2009, soit une variation totale de sept points (OCDE, 2010a). Une grave récession réduit en général le taux global d'activité d'environ 1.5 point cinq ans après le pic cyclique précédent, en frappant surtout les jeunes et les personnes relativement âgées.

Selon les prévisions de base à moyen terme du n° 87 des *Perspectives économiques de l'OCDE*, le PIB potentiel pour l'ensemble du Canada augmentera à un rythme annuel moyen de 1.6 % entre 2010 et 2017, soit plus d'un point de moins qu'au cours de la décennie 1998-2008 (OCDE, 2010a)<sup>6</sup>. Le ralentissement de la croissance potentielle prend en compte les effets estimés probables de la crise sur le niveau de la production potentielle, mais il tient essentiellement à une croissance plus faible de la population d'âge actif qui était prévue même si la crise n'avait pas eu lieu. Si on utilise une méthode similaire à celle des *Perspectives économiques de l'OCDE* pour prévoir la croissance de la production potentielle par province d'après la prévision des *Perspectives économiques de l'OCDE* pour l'ensemble du pays, on constate que la croissance de la production potentielle devrait s'affaiblir dans toutes les provinces (tableau 1.2)<sup>7</sup>. Et puisque la tendance démographique qu'on vient d'évoquer est plus prononcée au Québec et dans les provinces orientales qu'à l'ouest, les taux de croissance tendancielle du PIB devraient ralentir davantage à l'est de l'Ontario. Les différences prévues entre les niveaux du PIB potentiel en 2017 par rapport à leur tendance antérieure à la crise prennent encore en compte à la fois l'effet de niveau de la crise sur la production potentielle et l'effet de croissance dû à l'évolution démographique. Dans les deux plus grandes provinces (Ontario et Québec) et dans toutes les provinces orientales, le niveau du PIB potentiel en 2017 serait inférieur de 10 % ou plus à sa tendance d'avant la crise.

Tableau 1.2. **Estimations et prévisions pour la croissance de la production potentielle**

En pourcentage ou en points de pourcentage

	Moyenne 1998-2008 (1)	2009	2010	Moyenne 2010-17 (2)	Différence (2) - (1)	Niveau en 2017 par rapport à la tendance d'avant la crise <sup>1</sup>
Terre-Neuve-et-Labrador	4.0	1.7	1.1	1.0	-3.0	-22.5
Île-du-Prince-Édouard	2.2	1.1	0.8	0.8	-1.4	-11.7
Nouvelle-Écosse	2.1	0.9	0.8	0.6	-1.6	-12.4
Nouveau-Brunswick	2.4	1.3	1.1	0.9	-1.5	-12.1
Québec	2.4	1.6	0.7	0.6	-1.8	-13.9
Ontario	3.0	1.7	1.7	1.6	-1.3	-11.0
Manitoba	2.4	2.4	1.4	1.3	-1.0	-7.7
Saskatchewan	2.2	3.6	1.5	1.5	-0.7	-4.1
Alberta	3.7	2.7	3.3	3.3	-0.4	-4.1
Colombie-Britannique	2.9	2.0	1.3	1.1	-1.7	-13.1
<b>Canada</b>	<b>2.9</b>	<b>1.9</b>	<b>1.6</b>	<b>1.6</b>	<b>-1.3</b>	<b>-10.5</b>
Canada ( <i>Perspectives économiques de l'OCDE</i> , n° 87)	2.9	1.8	1.6	1.6	-1.3	-10.4

1. Différence en pourcentage entre le niveau prévu de la production potentielle en 2017 et une autre prévision selon laquelle la production potentielle continue d'augmenter à son taux moyen de croissance pour 1998-2008 à partir de 2008.

Puisque l'effet négatif que pourrait avoir la crise sur les taux d'activité se fera sentir sur une longue période, il n'est pas trop tard pour les responsables de la politique économique d'essayer d'y remédier au moins en partie. L'ampleur de cet effet dépend des facteurs institutionnels influant sur le degré de flexibilité du marché du travail, notamment la structure de l'indemnisation du chômage. À cet égard, la recommandation formulée depuis longtemps par l'OCDE, à savoir que le gouvernement fédéral réforme l'Assurance-emploi de façon à éliminer les variations automatiques des droits et des prestations en fonction de la situation du marché du travail, paraît particulièrement opportune en ce que cet élément réduit la mobilité des travailleurs entre les régions. Plus généralement, le ralentissement prévu du taux tendanciel de croissance dans la plupart des provinces souligne toute l'importance de réformes structurelles de nature à stimuler la croissance potentielle de l'économie. Il faut reconnaître que, même durant la crise, les autorités canadiennes ont poursuivi les réformes structurelles. Parmi celles-ci, on citera les baisses d'impôts (élimination progressive des impôts fédéraux et provinciaux sur le capital), l'assouplissement des restrictions aux prises de participation étrangères (satellites de radiodiffusion canadiens), l'harmonisation de certaines taxes provinciales sur les ventes au détail avec la taxe fédérale sur la valeur ajoutée (Ontario et Colombie-Britannique), l'introduction d'un nouveau compte d'épargne défiscalisé et la suppression des droits de douane qui subsistaient sur certains biens d'équipement importés. Cette dernière mesure est particulièrement notable sachant qu'on pouvait craindre pendant la crise la réapparition de comportements protectionnistes. L'annexe 1.A1 passe en revue les progrès récents dans la mise en œuvre des recommandations de politique structurelle formulées dans les *Études* précédentes. L'OCDE accorde également une haute priorité à la qualité de la croissance, surtout sous l'angle de la protection de l'environnement (« croissance verte ») et de l'équité sociale, dans l'optique d'une croissance forte et durable à long terme. L'encadré 1.3 examine les progrès accomplis dans le domaine crucial de la lutte contre le changement climatique.

### Encadré 1.3. Politique du Canada à l'égard du changement climatique

*Une économie à forte intensité d'émissions de gaz à effet de serre (GES).* Le Canada compte parmi les pays de l'OCDE les plus richement dotés en ressources naturelles, en particulier en énergie brute, et notamment en pétrole brut, bitume, gaz naturel, charbon et uranium. C'est aussi le plus gros exportateur d'énergie de la zone OCDE, les États-Unis étant son principal marché extérieur. Les industries extractives ont une intensité en carbone relativement plus forte que dans les pays concurrents, ce qui tient en partie à l'importance de plus en plus grande des sables bitumineux du nord de l'Alberta qui, selon les estimations, se place au deuxième rang mondial pour les réserves de pétrole. Le procédé actuel par lequel le bitume est extrait des sables, puis transformé en brut synthétique, utilise énormément de gaz et d'eau. Avec la hausse des prix du pétrole, l'exploitation des sables bitumineux est devenue extrêmement rentable. Ce secteur a connu une expansion rapide et représente une source essentielle de revenu et de création d'emplois pour le Canada, mais à un coût environnemental élevé. En 2008, les émissions de GES dépassaient de 24 % leur niveau de 1990, alors qu'en vertu du protocole de Kyoto, le Canada s'était engagé à les réduire de 6 % ; toutefois, moins de 10 % de cette augmentation est imputable à l'exploitation des sables bitumineux.

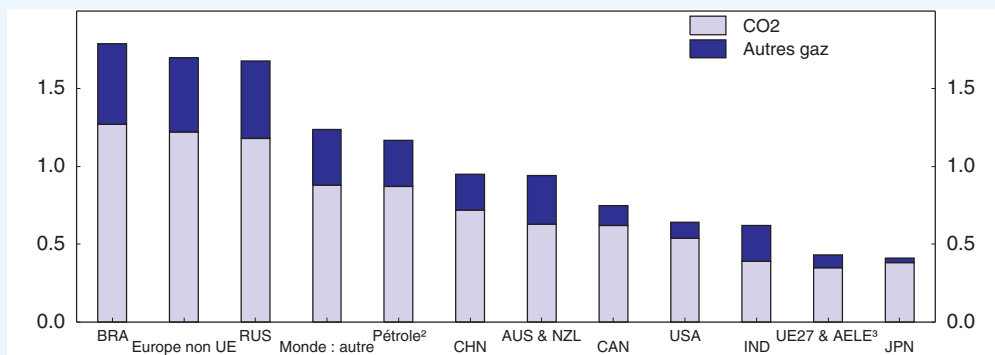
L'énergie est utilisée principalement pour le transport, la production d'électricité et le chauffage (processus résidentiels, commerciaux et industriels). Du fait du niveau modéré des droits d'accise sur les combustibles, qui n'est toutefois pas aussi faible qu'aux États-Unis, les transports se caractérisent par une intensité en carbone relativement élevée par rapport aux pays européens de l'OCDE. Dans une forte proportion, les industries manufacturières se fondent sur les ressources naturelles et sont à forte intensité énergétique (par

Encadré 1.3. **Politique du Canada à l'égard du changement climatique (suite)**

exemple, fonte de l'aluminium et production de ciment), et elles ont donc une forte intensité en carbone dans une optique internationale. En revanche, la production d'électricité est relativement « propre », car elle provient pour 75 % de sources non émettrices, en particulier l'hydroélectricité et l'énergie nucléaire. En conséquence, l'intensité en émissions est relativement faible pour le secteur des ménages, malgré la sévérité du climat. En définitive, la plupart des industries canadiennes ont une intensité de carbone légèrement inférieure à celle des autres pays, mais les industries à forte intensité d'énergie ont une plus forte intensité de carbone et, comme elles pèsent relativement lourd dans l'économie, le Canada est le pays qui a la plus forte intensité de carbone dans la zone OCDE après l'Australie et la Nouvelle-Zélande (graphique 1.11) et il se classe au quatrième rang pour les émissions de GES dans la zone après les États-Unis, le Japon et l'Allemagne.

Graphique 1.11. **Intensité de la production en émissions de GES<sup>1</sup>**

Par unité de PIB (2000 USD, PPA) en 2005



1. Par combustion.

2. Indonésie, Venezuela, reste du Moyen-Orient, République islamique d'Iran, reste de l'Afrique du Nord et Nigeria.

3. UE27, Islande, Norvège et Suisse.

Source : Base de données environnementales de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932320105>

**Économie politique.** Les autorités fédérales et provinciales ont pleinement conscience de la nécessité d'exploiter les ressources dans le respect de l'environnement. Dans son document de stratégie environnementale de 2007, *Prendre le virage*, le gouvernement fédéral a fixé un objectif de réduction du niveau des émissions de 2006 de 20 % en 2020 et de 50 % en 2050, en modifiant l'engagement (irréaliste) pris par un gouvernement précédent à Kyoto. L'opinion publique est favorable en principe à la croissance verte, même si son consentement à payer s'est affaibli du fait de la récession économique et des doutes créés par les sceptiques du changement climatique. Lors des élections fédérales et provinciales de la fin 2008, les partis qui avaient la politique en matière de changement climatique la plus ambitieuse ont tous perdu. En 2009, le nouveau contexte économique et la probabilité accrue de voir se mettre en place une politique globale à l'égard du changement climatique aux États-Unis, s'ajoutant à la prise en compte des liens inextricables entre les économies canadienne et américaine, ont conduit le gouvernement fédéral à harmoniser sa politique avec celle des États-Unis. Le nouveau gouvernement américain s'est engagé à faire adopter une législation sur le changement climatique, malgré de nombreux obstacles au Congrès. Certaines réglementations sectorielles, concernant par exemple les émissions automobiles, seront dans l'intervalle mises en œuvre conjointement par les deux gouvernements. Lors de la conférence de Copenhague sur le changement climatique, le Canada a harmonisé sa position avec celle des États-Unis, en s'engageant à réduire en 2020 ses émissions de GES de 17 % au-dessous des niveaux de 2005, mais il lui faut encore établir un plan à cet effet. L'argumentation justifiant le changement de cap du gouvernement dans le sens d'une harmonisation avec les États-Unis a été généralement comprise et acceptée par de nombreux Canadiens, mais elle adresse des signaux confus et peut-être négatifs aux autres partenaires industrialisés du Canada (AIE, 2010). Certains groupes américains de défense de l'environnement ont demandé des sanctions pour les importations de « pétrole sale » (sables bitumineux) en provenance du Canada.



### Encadré 1.3. Politique du Canada à l'égard du changement climatique (suite)

*Fédéralisme.* Selon la Constitution, les provinces possèdent les ressources qui se situent sur leur territoire et elles ont de vastes prérogatives pour la gestion de ces ressources, bien que les autorités fédérales aient certains pouvoirs en ce qui concerne les accords internationaux et les intérêts stratégiques nationaux. L'intensité d'émissions de GES varie énormément selon les provinces, l'Alberta et la Saskatchewan, richement dotés en énergie, étant parmi celles qui affichent la plus forte intensité, et le Québec la plus faible. Étant donné leur rôle constitutionnel dans la gestion des ressources naturelles et la production d'électricité, et en partie à cause de ce qui a pu être considéré comme un manque d'initiative de la part du gouvernement fédéral, plusieurs provinces mettent en œuvre des mesures qui marquent un certain progrès, par exemple l'Ontario avec ses tarifs d'alimentation du réseau pour l'électricité de sources renouvelables, la Colombie-Britannique et le Québec avec leur taxe sur le carbone (faible au départ), l'Alberta avec son fonds d'un montant de 2 milliards CAD pour la capture et le stockage du carbone, et la *Western Climate Initiative*, collaboration entre sept États américains et quatre provinces canadiennes (mais pas l'Alberta et la Saskatchewan, très tributaires des combustibles fossiles) pour la mise en place d'un système intégré d'échange de droits d'émission. En 2009, l'Alberta a augmenté sensiblement ses redevances sur les ressources naturelles pour réduire le subventionnement net des combustibles fossiles, ainsi qu'il était recommandé dans OCDE, 2008, chapitre 4 ; mais plus récemment, en réponse aux pressions concurrentielles des provinces voisines, il a fortement réduit les taux de redevance pour l'extraction et l'exploitation coûteuses de gaz non conventionnel, et a nettement abaissé les taux maximums pour le pétrole et le gaz conventionnels. Il sera important que le gouvernement fédéral reprenne l'initiative dans le domaine du changement climatique (AIE, 2010). Il devrait piloter ce dossier et faciliter le dialogue avec les provinces et les territoires afin que le Canada ait une politique à l'égard du changement climatique qui soit claire et harmonisée.

*Innovation.* Les mesures fédérales et provinciales de réduction des émissions de GES reposent encore pour une large part sur la réglementation et l'incitation pour le soutien à l'innovation technologique dans le domaine des énergies renouvelables, de l'efficacité énergétique et du stockage du carbone. Le gouvernement fédéral s'est fixé pour objectif de faire en sorte que d'ici à 2020 90 % de l'électricité du Canada soient fournis par des sources non polluantes telles que l'hydraulique, le nucléaire, le charbon propre ou l'éolien, et les provinces ont suivi l'exemple avec des mesures de soutien. Le gouvernement fédéral a proposé une réglementation imposant 5 % de produits de source renouvelable dans l'essence (biocarburant) en 2010. Depuis 2006, le gouvernement du Canada a dépensé plus de 10 milliards CAD pour réduire les émissions de gaz à effet de serre et créer un environnement plus viable avec des investissements dans les infrastructures vertes, l'efficacité énergétique et les technologies de l'énergie propre. Sur ces dépenses, quelque 2.3 milliards CAD sont destinés à soutenir les biocarburants, pour lesquels l'efficacité en termes de réduction des émissions de GES est faible, par rapport aux mesures en faveur de l'efficacité énergétique ou à d'autres sources d'énergie renouvelable, surtout lorsqu'on prend en compte les émissions liées au défrichage et à l'utilisation d'engrais azotés (l'oxyde d'azote est 300 fois plus nocif pour l'environnement que le CO<sub>2</sub>). Il faut y ajouter un autre coût dissimulé, les pressions à la hausse sur les prix des produits alimentaires. En revanche, dans les domaines où les possibilités de réduction des émissions sont élevées et efficaces par rapport à leur coût – ce qui est le cas, par exemple, pour l'énergie solaire ou éolienne et la biomasse – les incitations ont été généralement plus faibles. Selon une étude, le coût par tonne des émissions de GES économisées est de 300 à 450 CAD pour l'éthanol contre 20 à 50 CAD pour la réhabilitation thermique et les énergies renouvelables (Samson et Stamler, 2009). On peut donc penser que ce nouveau type d'aide à l'agriculture représente un énorme gaspillage. Il serait plus efficace d'accorder une subvention forfaitaire pour chaque tonne de réduction des émissions de GES, en laissant aux producteurs le soin de déterminer la solution la moins coûteuse. Il vaudrait mieux supprimer ces subventions et tarifier les émissions (voir ci-après). En outre, les pouvoirs publics investissent massivement dans les technologies de capture et de stockage du CO<sub>2</sub> afin de réduire les émissions de GES. Tout en étant très intéressante, la technique de capture-stockage du carbone n'agit pas sur les comportements à l'origine des émissions ; elle vise uniquement à maîtriser les nuisances. Il sera essentiel de diversifier les financements étant donné que le succès et la viabilité économique de toute technologie sont entourés d'une grande incertitude. Enfin, il faudrait viser en priorité à concrétiser les aides et financements substantiels en faveur de la R-D en applications commerciales (et en gains de productivité).

### Encadré 1.3. Politique du Canada à l'égard du changement climatique (suite)

*Nécessité de tarifier le carbone au moyen d'instruments économiques.* De nombreuses études montrent que, de loin, le moyen le plus efficace de réduire les émissions de GES, en faisant en sorte que cette réduction soit la moins coûteuse possible pour l'économie, consiste à tarifier le carbone au moyen d'instruments de marché, une taxe sur le carbone ou l'échange de permis d'émission, complétés par un plafonnement des émissions, des prix planchers et plafonds et des possibilités de report des quotas inutilisés. Pour environ 80 %, l'économie canadienne est suffisamment sensible aux prix pour que des permis négociables puissent être mis en place. Pour les 20 % restants, c'est la réglementation qui sera encore utilisée pour atteindre les objectifs. Une étude réalisée par M.K. Jaccard et associés pour l'Institut Pembina et la Fondation David Suzuki (2009) a supposé que pour atteindre son (ancien) objectif de réduction des émissions de 20 % en 2020 par rapport aux niveaux de 2006, le gouvernement applique immédiatement (dès 2011) un système de permis négociables et laisse monter le prix effectif du carbone à 100 CAD la tonne d'équivalent CO<sub>2</sub> en 2020 (à 200 CAD pour atteindre l'objectif plus ambitieux de réduction de 25 % par rapport au niveau de 1990, comme le revendiquent les groupes de défense de l'environnement). Les recettes provenant des échanges de carbone et des taxes sur le carbone s'établiraient à 46 (71) milliards CAD par an en 2020, dont environ 3 (6) milliards CAD seraient nécessaires pour le paiement des crédits de compensation qui devraient être acquis à l'étranger pour atteindre les objectifs nationaux. Le reliquat serait réparti à peu près également entre une baisse des impôts sur le revenu et un large éventail de mesures publiques. La croissance économique en pâtirait, mais les pertes d'emplois dans les activités à forte intensité en carbone seraient plus que compensées par les créations d'emplois dans les autres secteurs et il se produirait un ample transfert de richesse de l'Alberta et du Saskatchewan aux autres provinces, et c'est là le nœud du dossier politique. Selon une analyse de l'OCDE (2009b) fondée sur un modèle mondial dynamique, les prix du carbone pour la mise en œuvre de mesures de ce type seraient néanmoins plus faibles : 33 USD/tonne d'équivalent CO<sub>2</sub> pour réaliser l'objectif de réduction de 20 % par rapport à 2006. L'analyse effectuée par l'OCDE révèle aussi que le Canada est confronté à un défi, car il fait partie des cinq pays ou régions du monde où le coût par tonne de réduction des émissions est le plus élevé. Quoi qu'il en soit, sans une large taxe sur le carbone ou un large système de plafonnement et d'échange, le Canada éprouvera des difficultés à respecter son objectif pour 2020 et, même s'il y parvient, ce sera selon toute probabilité à un coût économique plus élevé, même s'il peut être moins visible.

*Compétitivité.* Les mesures basées sur les instruments du marché permettent une tarification efficace des émissions de carbone par les entreprises qui, si elle est appliquée unilatéralement, risque de nuire gravement à la compétitivité internationale du Canada étant donné son étroite intégration économique avec les États-Unis. Bataille, Dachis et Rivers (2009) concluent que le Canada subirait quelques pertes de production s'il agissait isolément (le PIB devrait diminuer de 1.5 % en 2020 par rapport à un scénario de politiques inchangées), les impacts étant concentrés sur les activités à forte intensité en énergie, tandis qu'une harmonisation dans la zone OCDE diminuerait de moitié environ les pertes les plus lourdes, c'est-à-dire celles que subirait la production de minéraux industriels (en particulier, ciment et chaux) ; les mécanismes comme les ajustements aux frontières et les permis gratuits accordés aux industries vulnérables seraient grandement inefficaces et inefficients. L'intention qu'a exprimée le gouvernement fédéral de lier sa politique à l'égard du changement climatique à l'éventuel système de plafonnement et d'échange des États-Unis est compréhensible et judicieuse. Cependant, une action unilatérale induirait des gains de crédibilité nationale et internationale. En réalité, l'incertitude quant à la réglementation future devient un obstacle majeur à l'investissement dans les industries non conventionnelles du secteur pétrolier et gazier (AIE, 2010). Il faudrait donc que le Canada reste vigilant et n'importe pas de son voisin une incertitude évitable concernant la politique de lutte contre le changement climatique. À moyen terme, il devrait s'efforcer d'atteindre des niveaux d'efficacité comparables aux meilleures pratiques internationales.

## La réforme des marchés de capitaux a été mise opportunément à l'ordre du jour

Dans le sillage de la crise financière mondiale, les pays de l'OCDE et les autres économies de marché entrent dans un processus d'apprentissage et de réadaptation, dont le point de départ est que les instruments actuels de politique macroéconomique, c'est-à-dire les mesures monétaires et budgétaires classiques, certes très efficaces pour ancrer les anticipations d'inflation et de taux de change, n'ont pas suffi pour garantir la stabilité financière et, en définitive, la stabilité économique. Malgré la bonne tenue du secteur bancaire canadien durant la crise, les interconnexions entre systèmes bancaires font que le Canada a tout intérêt à mettre en place les outils qui lui permettront de mieux parvenir à la stabilité financière dans un monde où l'aléa moral contamine les banques. De plus, le Canada doit éviter le risque qu'en mettant trop l'accent sur la stabilité ce soient l'efficacité et l'adaptabilité du système financier, moteur de la croissance de la productivité, qui en souffrent ; c'est pourquoi il devrait continuer à favoriser la concurrence dans le secteur bancaire et rechercher des mesures plus efficaces pour les marchés de valeurs mobilières.

### **Le système bancaire a très bien résisté aux chocs mondiaux**

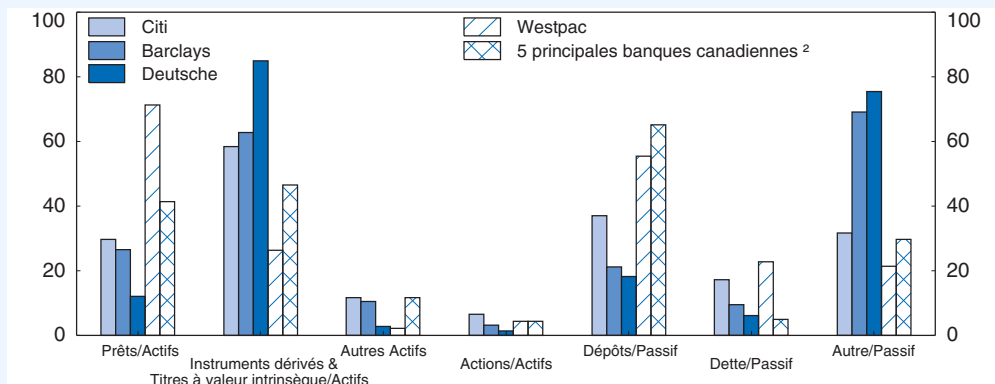
Les banques canadiennes sont sorties en assez bon état de la crise financière mondiale. Contrairement aux banques américaines et européennes en difficulté, elles n'ont pas eu besoin d'injections de capitaux publics, de relèvements des plafonds d'assurance des dépôts ou de garanties des opérations de financement de gros. Elles ont pu lever des capitaux sur les marchés même au plus profond de la crise, ce qui tient à un niveau élevé de confiance de la part des marchés (et à la nécessité de lever encore plus de capitaux pour préserver cette confiance). Avec des pertes plus faibles que celles subies par un grand nombre des plus grandes banques mondiales, les cinq premières banques canadiennes se sont hissées dans les quinze premiers rangs du classement pour l'Amérique du Nord. Ayant fait la preuve de leur résilience, les banques canadiennes ont acquis une grande crédibilité dans le monde, et le dispositif canadien de réglementation et de supervision se tourne de plus en plus vers les meilleures pratiques dans la recherche, au niveau mondial, d'un modèle bancaire amélioré. Par exemple, une récente évaluation du FMI (2008) concluait que la stabilité financière au Canada s'appuie sur une solide politique macroéconomique et de fermes mesures de régulation et de supervision prudentielles, avec des dispositifs bien conçus de gestion de crise et de règlement des défaillances. De fait, une enquête récente réalisée auprès des chefs d'entreprise par le Forum économique mondial a désigné les banques canadiennes comme étant les plus stables au monde.

### **Des activités bancaires qui sont restées traditionnelles**

Une culture bancaire conservatrice, reposant sur une conception traditionnelle de l'activité bancaire, s'est révélée être une source essentielle de stabilité durant la crise. Une solide base de dépôts de détail et le plus grand poids accordé aux opérations de crédit traditionnelles et bien diversifiées, à l'opposé d'une participation massive sur les marchés de nouveaux instruments exotiques à haut rendement, ont limité l'exposition des banques aux risques de refinancement et de marché, et donc à l'érosion des fonds propres lors de la crise (encadré 1.4). Malgré tout, les banques canadiennes sont restées extrêmement tributaires (comme les banques du monde entier) des financements de gros, dont les marchés internationaux se sont paralisés, et elles ont été dans cette mesure atteintes par la contagion internationale. Il a fallu pour y remédier des interventions massives de l'État sous

Encadré 1.4. **Bilans des banques et degré de risque**

La composition des bilans des banques (consolidés au niveau du groupe), de même que leurs engagements moins transparents hors bilan, ont été fondamentaux pour déterminer quelles banques ont succombé au plus profond de la crise financière de 2007-09. Selon Ratnovski et Huang (2009), c'est l'abondance des financements reposant sur les dépôts de détail qui explique essentiellement la relative résilience des banques canadiennes. Sur la base des bilans à la fin de 2006, ces auteurs ont mesuré les dépôts (de détail et de gros) des cinq plus grandes banques canadiennes et les ont évalués à 65-70 % de l'actif total, niveau élevé sur le plan international. Mais selon une ventilation plus fine de Northcott, Paulin et White (2009), les financements de gros, les dépôts de détail et les titrisations/mises en pension représentaient respectivement 50 %, 30 % et 20 % des financements totaux des grandes banques canadiennes à la fin de 2008. Les actifs bancaires canadiens privilégiaient davantage les prêts stables et moins les actifs titrisés et les produits dérivés que les banques américaines et européennes, la position des banques australiennes étant encore meilleure à cet égard (graphique 1.12). Les autorités canadiennes ont adopté une position prudente à l'égard des titrisations et n'ont pas autorisé un allègement des exigences de fonds propres au titre des achats bancaires de contrats d'échange sur risque de défaut.

Graphique 1.12. **Structure des bilans consolidés des conglomérats**Pourcentage, 31 décembre 2008<sup>1</sup>

1. Mi-2009 pour Barclays, 30 septembre 2008 pour Westpac.

2. Toronto Dominion, CIBC, Banque de Montréal, Banque Royale et Banque Scotia.

Source : Bureau du Surintendant des institutions financières Canada et calculs de l'OCDE à partir des rapports annuels des banques.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932320124>

On notera que Citibank avait elle aussi une base de financement très stable (50 % de dépôts, 20 % d'emprunts de gros à long terme et 20 % de titrisations/mises en pension) et (à la différence des banques européennes) un ratio de fonds propres et un ratio de liquidité apparemment élevés. Or, elle a subi des pertes écrasantes lors de la crise parce que l'actif de son bilan était trop chargé en produits d'investissement structurés à haut risque reposant sur des prêts hypothécaires américains de mauvaise qualité (Blundell-Wignall, Wehinger et Slovik, 2009). Une notation faussement favorable avait été accordée à ces actifs, les agences de notation, en tant que clientes des grandes banques, ayant artificiellement assoupli leurs exigences de capitalisation et permis *de facto* des ratios d'endettement bien supérieurs aux normes réglementaires. Les marchés ont grandement sous-tarifé les risques de ces produits, en partie parce qu'ils tablaient sur un renflouement aux frais du contribuable en cas de difficulté, et en partie parce que les établissements ont utilisé des instruments d'évaluation du risque inadaptés. C'est pourquoi, les grandes banques ont pu « couvrir » ces risques non reconnus à un bas prix et sans beaucoup se soucier du risque de contrepartie, au moyen de contrats sur produits dérivés (par exemple des contrats d'échange sur risque de défaut) qui, selon les règles comptables, ne devaient être réintégrés au bilan qu'en cas de pertes. Cet aléa

#### Encadré 1.4. **Bilans des banques et degré de risque** (suite)

moral traduisait les mesures américaines répétées de sauvetage à la suite de mini-crisis précédentes, et aussi le simple fait que le système bancaire est indispensable au bon fonctionnement et à la santé de l'économie (Goodhart, 2010). Ces mêmes facteurs laissent penser que les marchés sont également la solution de ce problème, car, contrairement aux autorités réglementaires, ils ont les moyens et l'expertise directe qu'exigent la recherche et l'évaluation de l'information. Tout ce qui doit changer, ce sont leurs incitations, même si les régulateurs devront aussi agir plus efficacement en obtenant des informations pour contribuer à restaurer la confiance dans le système. Une comptabilisation plus rigoureuse avec des bourses de produits dérivés, des contreparties centrales et/ou des référentiels de données, est un ingrédient essentiel d'une approche réglementaire améliorée permettant de préciser l'étendue des risques qui sont transférés et d'accroître la certitude. Et cela est d'autant plus crucial que les sauvetages massifs de banques par l'État dans un certain nombre de pays de l'OCDE ont considérablement amplifié l'aléa moral et donc semé les germes d'une crise potentielle future.

la forme d'acquisitions d'actifs, de facilités et de garanties pour assurer les financements à terme, la liquidité et un meilleur accès au marché (voir ci-dessus). L'État a en particulier acquis 69 milliards CAD de prêts hypothécaires bénéficiant de sa garantie, aide massive sachant que les cinq premières banques canadiennes ont moins de 100 milliards CAD de fonds propres. À la suite de modifications des principes comptables généralement reconnus (GAAP) aux États-Unis, les autorités canadiennes ont également modifié de façon appropriée le traitement des titres d'emprunt au regard des règles comptables canadiennes. Les apports de dépôts sont restés importants durant la crise, ce qui a également dégagé des financements, et l'évolution de la demande de crédit, qui s'est renforcée du côté des ménages alors qu'elle faiblissait du côté des entreprises, a amélioré les ratios de fonds propres des banques (en vertu des règles de Bâle II, les pondérations du risque sont plus faibles pour les prêts hypothécaires au logement que pour les prêts aux entreprises). Bien qu'il faille encore s'attendre à des pertes sur les prêts intérieurs dues à la récession et à des dégradations d'actifs américains en portefeuille, la solide capitalisation des banques a rendu moins nécessaire le désendettement au Canada, ce qui a aidé à amortir la récession et à soutenir la reprise. Les banques sont maintenant bien capitalisées et leur rentabilité (comme dans les autres pays) est de nouveau en forte progression grâce à un assouplissement exceptionnel de la politique macroéconomique, tant et si bien qu'elles semblent à même de faire face à une expansion de la demande de crédit des entreprises lorsqu'elle se produira, dès lors que l'incertitude sur les marchés de capitaux se sera atténuée suffisamment pour justifier un allègement des matelas de fonds propres.

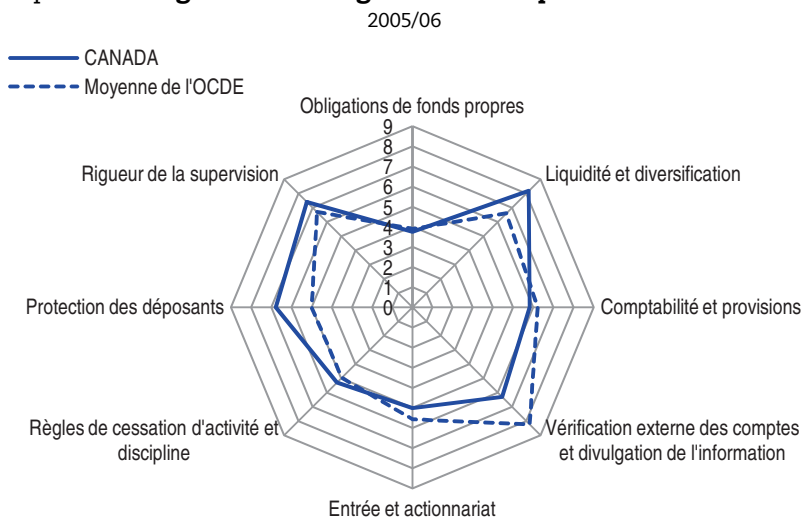
#### **Une supervision rigoureuse**

L'attitude conservatrice à l'égard du risque tient dans une large mesure à la structure en place d'incitations réglementaires et structurelles. Un régime rigoureux et crédible de réglementation et de surveillance est l'une des caractéristiques essentielles du système canadien. Ce régime se fonde sur des principes plutôt que sur des règles (alors que le système américain repose sur des règles) et il est donc plus difficile de le contourner par des procédés comptables ou d'autres techniques de recherche de lacunes. On observe une claire démarcation des objectifs entre les diverses autorités de régulation du système financier de façon à assurer une optique unique et un minimum de compromis en cas d'objectifs concurrents. Le ministère des Finances est chargé de la politique financière


fédérale d'ensemble ; la Banque du Canada, de l'inflation ; le Bureau du Surintendant des institutions financières, de la régulation prudentielle des banques et des autres institutions financières, notamment les sociétés d'assurance réglementées au niveau fédéral ; la Société d'assurance-dépôts du Canada, de l'assurance-dépôt des institutions financières fédérales ; et l'Agence de la consommation en matière financière du Canada, de la protection et de l'éducation financière des consommateurs, et plus particulièrement des questions de comportement sur les marchés (par exemple, en ce qui concerne le crédit hypothécaire et le crédit à la consommation).

Dans le même temps, une étroite collaboration entre les autorités réglementaires a été mise en œuvre via plusieurs instances de coopération au niveau fédéral, en particulier le Comité de surveillance des institutions financières (CSIF). Durant la crise, le CSIF s'est réuni bien plus fréquemment et il a essentiellement agi dans une optique macroprudentielle en prenant en compte les risques systémiques et les retombées réglementaires. Treize commissions des valeurs mobilières des provinces et territoires réglementent les marchés financiers, mais elles ne participent pas aux réunions du CSIF. Un réexamen fréquent des réglementations vise à faciliter l'adaptation du système financier à un contexte technologique et mondial en rapide mutation. Selon une analyse récente de l'OCDE concernant la qualité de la réglementation bancaire au Canada, cette réglementation n'a rien à envier à celle de l'ensemble de la zone OCDE dans trois domaines clés : la rigueur de la surveillance, la protection des déposants ainsi que la liquidité et la diversification (graphique 1.13).

Graphique 1.13. **Rigueur de la réglementation prudentielle des banques**



Source : Ahrend, R., J. Arnold et F. Murin (2009), « Prudential Regulation and Competition in Financial Markets », Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE, n° 735, OCDE, Paris.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932320143>

La surveillance prudentielle dans l'optique du risque est réalisée efficacement par le Bureau du Surintendant des institutions financières. Les obligations de fonds propres en vigueur au Canada sont nettement supérieures aux normes de Bâle II pour les fonds propres de niveau 1 et de niveau 2 : 7 % et 10 %, alors que le minimum de Bâle II est de 4 % et 8 %. La qualité des fonds propres de niveau 1 est obtenue par un niveau minimum de 75 % de capital-actions ordinaire (fonds propres de base), ce minimum ayant toutefois

été ramené à 60 % durant la crise. Pour contrôler efficacement les pondérations des risques liés aux actifs qui sont auto-évaluées (au moyen d'un modèle) pour l'adéquation des fonds propres, un plafond supplémentaire s'applique sous la forme d'un ratio d'endettement total normalement fixé à 20. Ce ratio est défini comme le rapport entre les actifs non pondérés (y compris certains éléments hors bilan, mais pas les produits dérivés et produits similaires) et le total des fonds propres (de niveau 1 et de niveau 2). Des plafonds s'appliquent également pour la concentration des risques des banques. Ce système reposant sur des principes et sur la confiance semble avoir encouragé une bonne gestion des risques dans l'optique de la conduite des affaires, et pas dans la simple optique de la mise en conformité (Northcott, Paulin et White, 2009). Les banques qui démontrent qu'elles gèrent sagement leurs risques peuvent bénéficier temporairement d'un ratio d'endettement plus élevé, pouvant aller jusqu'à 23. Mais lorsque la qualité de la gestion des risques est en cause, de promptes mesures correctrices s'appuyant sur des sanctions témoignent d'une approche proactive. Quand les limites réglementaires ne sont plus respectées, de lourdes sanctions sont imposées, en général un plafond plus faible d'endettement ou un ratio minimum plus élevé de fonds propres pour plusieurs années<sup>8</sup>. Soucieuses de ne jamais se trouver dans une telle situation, les grandes banques canadiennes se sont dotées de confortables matelas de fonds propres afin de pouvoir résister à des chocs imprévus. En outre, les autorités réglementaires encouragent l'adoption, à titre volontaire, d'une attitude prospective pour le provisionnement des pertes sur prêts, plutôt que l'approche comptable statique habituelle (procyclique). On notera que ce sont précisément ces méthodes qui sont examinées actuellement pour les réformes dans le cadre du G20 comme élément de la nouvelle architecture réglementaire.

### ***Une réglementation de large portée***

Un autre avantage, qui paraît essentiel rétrospectivement, est le champ relativement large de la réglementation. Les grands courtiers canadiens en valeurs mobilières appartiennent aux banques depuis le début des années 90 et ils sont donc soumis à la réglementation prudentielle applicable au groupe bancaire sur une base consolidée, c'est-à-dire y compris toutes les filiales bancaires situées au Canada et à l'étranger. Il y a néanmoins d'autres méthodes pour assurer une large supervision. Les groupes bancaires australiens, par exemple, doivent constituer des « murailles de Chine » entre leurs activités de banque commerciale et leurs activités de banque d'affaires, ce qui permet une réglementation spécifique pour les différents profils de risque au sein du groupe. Le modèle canadien, tout comme le modèle australien, s'oppose à celui des pays où d'importants systèmes bancaires « occultes » ont été créés par des structures sociétaires totalement opaques, par exemple aux États-Unis où, via les holding bancaires, les banques commerciales ont pu s'endetter bien au-delà des plafonds réglementaires par le biais d'opérations hors bilan avec des entités de banque d'affaires non réglementées (double utilisation des mêmes fonds propres par l'entreprise mère et ses filiales). Lorsque le système bancaire « occulte » très endetté et instable a subi un mouvement de panique et que les risques importants ont été retransférés au bilan des banques commerciales, c'est l'intégralité du groupe bancaire qui a dû en définitive bénéficier de garanties publiques.

### ***Une ample intervention publique et une politique fiscale efficace sur le marché hypothécaire***

Les protections publiques substantielles et une politique efficace contribuent à la stabilité du marché hypothécaire, et donc de l'ensemble du système financier. Les emprunts hypothécaires ne donnent lieu à aucune déduction fiscale (toutefois, les

plus-values sur le logement principal sont exonérées d'impôt) et l'emprunteur assume une responsabilité personnelle, et les emprunts hypothécaires pour lesquels les garanties sont insuffisantes (normalement, moins de 20 %) doivent être assurés. L'assurance crédit hypothécaire peut être obtenue auprès d'une société d'État, la Société canadienne d'hypothèques et de logement (SCHL), et d'assureurs hypothécaires privés<sup>9</sup>. Ces normes ont récemment été durcies pour empêcher une surchauffe du marché du logement dans le contexte d'une politique monétaire durablement accommodante (voir ci-dessus). Grâce à cette action, les ménages canadiens ont des prêts hypothécaires d'un montant plus faible par rapport à la valeur de leur bien, le marché des prêts hypothécaires de mauvaise qualité est bien plus étroit qu'aux États-Unis, et les bulles spéculatives sont plus rares dans le secteur du logement, alors que le pourcentage de ménages propriétaires de leur logement est à peu près le même (environ 70 %) dans les deux pays. La titrisation bancaire des actifs hypothécaires répond normalement à des besoins de liquidité et pas à des besoins de transfert des risques (Northcott, Paulin et White, 2009) et les opérations de titrisation sont pleinement garanties par la SCHL. Mais il peut y avoir certaines distorsions, comme pour toute intervention des pouvoirs publics. La SCHL, société à capitaux publics et sous contrôle public, évite l'exploitation de la garantie publique dans l'intérêt privé qui a provoqué en définitive la faillite des géants du marché hypothécaire américain Fannie Mae et Freddie Mac (entreprises parapubliques), si bien que la garantie publique d'une forte proportion des actifs bancaires (prêts hypothécaires) diminue la prime de risque des banques, et donc le coût du capital, ce qui représente une subvention implicite en faveur du crédit hypothécaire. En revanche, l'État contracte des engagements éventuels via la SCHL, mais selon le gouvernement canadien, il faudrait que les prix des logements baissent considérablement pour que ces risques se concrétisent. La SCHL a récemment doublé ses réserves (pour les porter à 1.3 milliard CAD), apparemment pour provisionner les pertes qui pourraient être liées à la normalisation prochaine des taux d'intérêt de la Banque du Canada.

### **Les problèmes sont nombreux pour l'après-crise**

#### ***La réglementation macroprudentielle (contracyclique)***

Vu l'ampleur sans précédent de la crise financière de 2007-09 et le niveau correspondant des coûts pour les autorités publiques, l'aléa moral en cause et la mondialisation de plus en plus marquée des activités bancaires, les autorités canadiennes collaborent étroitement avec les organismes internationaux (Comité de Bâle sur le contrôle bancaire de la BRI, Conseil de stabilité financière du G20, surveillance par le FMI) pour réduire la fragilité d'un système bancaire interconnecté, et donc les risques systémiques nationaux et mondiaux qui résultent des activités bancaires actuelles. Tout comme les autorités d'autres pays, elles espèrent influencer l'orientation des réformes dans un sens qui soit conforme aux situations et aux intérêts bancaires spécifiques du pays.

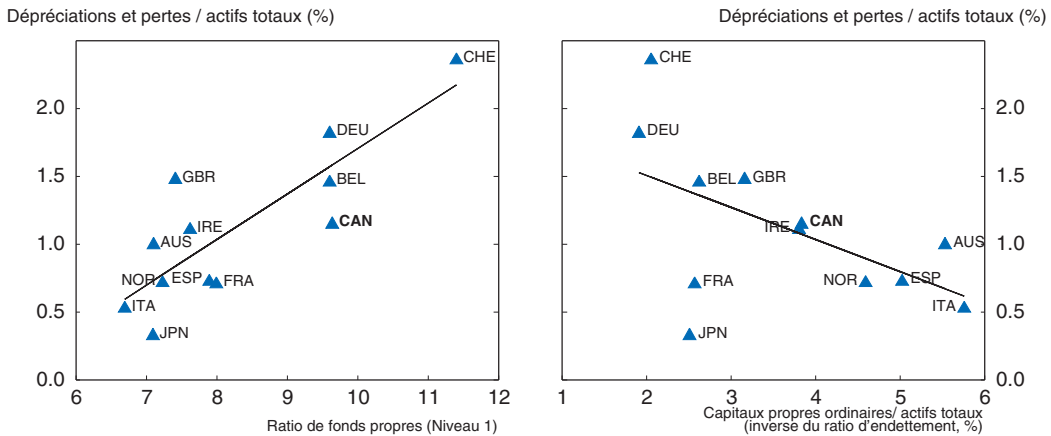
L'un des principaux objectifs communs des discussions qui ont lieu dans le cadre du G20 et de la BRI est de concevoir et d'appliquer une approche réglementaire « macroprudentielle ». Une étroite collaboration entre les autorités réglementaires au niveau national et international grâce à des politiques harmonisées, au partage de l'information et à une coordination stratégique est un volet fondamental de cette approche. Il s'agit de prendre en compte les risques systémiques que présentent les banques sur le plan de la fixation de leurs normes de fonds propres et des autres normes, c'est-à-dire en allant au-delà des risques bancaires spécifiques comme cela est le cas avec la supervision microprudentielle. Cela conduit



naturellement à mettre l'accent sur un comportement procyclique des banques dans les conditions réglementaires actuelles, c'est-à-dire lorsque les modèles ou notations internes utilisés pour fixer des pondérations de risque concernant les exigences de fonds propres prescrites par Bâle II sont exagérément influencés par l'environnement macroéconomique, ce qui amplifie le cycle du crédit. Les principales propositions s'appliqueraient à tous les systèmes bancaires, dont celui du Canada, afin de décourager l'arbitrage réglementaire. Ces propositions sont les suivantes : améliorer la qualité des fonds propres de niveau 1 ; élargir la couverture des risques par les fonds propres au risque lié au portefeuille de négociation et au risque de contrepartie ; promouvoir la constitution de matelas de fonds propres contracycliques pouvant être utilisés en période de ralentissement économique ; enfin, mettre en place des ratios d'endettement harmonisés, une norme minimale mondiale de liquidité pour les banques internationales et, éventuellement, des ratios de fonds propres ou de liquidité pondérés des risques systémiques pour les banques jouant un rôle systémique, des prélèvements préfinancés sur les portefeuilles les plus risqués et des pénalités pour les financements de gros à court terme (moins de deux ans)<sup>10</sup>. Des formules de provisionnement anticipatif (dynamique) sont également envisagées – pour lisser sur le cycle les provisions, et donc les fonds propres – de même que des normes qualitatives de liquidité.


Les exigences de fonds propres et de liquidité doivent indéniablement mieux refléter les risques bancaires, mais un très net durcissement des normes de fonds propres pourrait nuire à la productivité des banques si celles-ci privilégient de façon excessive les actifs de haute qualité, notamment les obligations d'État et les emprunts hypothécaires bénéficiant d'une garantie publique, et si elles finissent par couper les crédits aux petites entreprises innovantes qui sont cruciales pour la croissance. De plus, les matelas de fonds propres contracycliques – constitués en période d'expansion pour pouvoir être utilisés en période de récession – pourraient s'avérer incapables à eux seuls d'enrayer la dégradation de la qualité des prêts au cours des bulles et ne pas fonctionner correctement lors d'une crise future, lorsque les marchés demanderont probablement que les fonds propres soient augmentés, et pas diminués<sup>11</sup>. De fait, lors de la crise récente, un matelas de fonds propres d'un niveau élevé n'a pas été en lui-même un très bon prédicteur de la vulnérabilité des pays. On peut observer une corrélation perverse entre les dépréciations d'actifs dus à la crise et les ratios réglementaires de fonds propres antérieurs à la crise (graphique 1.14). En revanche, le ratio d'endettement (actif total/fonds propres de base, selon une définition plus restrictive que celle appliquée au Canada) a été un bien meilleur prédicteur de la vulnérabilité (bien que les banques commerciales des États-Unis, qui ne sont pas prises en compte dans le graphique, soient également soumises à des plafonds d'endettement). On peut en conclure que la qualité des fonds propres des banques et de l'autoévaluation, par les banques, des pondérations de risques aux fins des obligations de fonds propres de Bâle II, a sans doute été particulièrement déficiente dans le cas des banques faibles, et qu'en définitive ce dispositif n'a guère eu d'effet protecteur en période de difficulté, de sorte que les règles se sont révélées inutiles.

Les banques canadiennes, qui détenaient moins d'instruments exotiques, ont été moins sujettes à des distorsions du côté de leurs actifs. Mais la qualité des fonds propres s'est dégradée, même au Canada. On le voit bien si l'on considère que le projet de règles révisées d'adéquation des fonds propres (Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, 2009) réduirait les ratios de fonds propres de niveau 1 des banques canadiennes de près de moitié du fait de règles plus strictes pour les fonds propres de base. Les banques seraient obligées de lever beaucoup plus de fonds propres, ce qui entamerait sérieusement leur rentabilité si ces

Graphique 1.14. **Adéquation des fonds propres, endettement et pertes**<sup>1</sup>

1. Dépréciations et pertes cumulées entre janvier 2007 et le milieu de 2009. Pour le ratio de fonds propres de niveau 1, l'actif total et les fonds propres ordinaires, moyennes pour les données en fin d'exercice 2006-08 (2007-08 pour le Japon en ce qui concerne le ratio de fonds propres de niveau 1).

Source : Blundell-Wignall, A., G. Wehinger et P. Slovik (2009), « The Elephant in the Room: The Need to Deal with What Banks Do », *Financial Market Trends*, vol. 2009, n° 2, OCDE, Paris.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932320162>

recommandations devaient être adoptées. Les banques canadiennes jugent ce résultat particulièrement injuste car elles n'ont été ni les instigatrices ni les actrices de la crise, et elles ont dénoncé les effets nocifs que de telles mesures pouvaient avoir également sur l'économie<sup>12</sup>. Le climat de grande incertitude qui prévaudra tant que ces propositions seront simplement en discussion pourrait aussi inciter les banques à détenir des matelas de fonds propres excessifs, « à tout hasard », ce qui freinera la reprise, en particulier du côté de l'investissement des entreprises. Pour répondre à ces préoccupations, le G20 s'est repositionné vers l'accord aux banques de périodes de transition plus longues pour adopter les nouvelles règles, avec une flexibilité au niveau national plus grande et des règles moins lourdes qu'on ne le prévoyait initialement<sup>13</sup>.

### **Les mécanismes de marché permettraient d'imposer aux banques la discipline nécessaire**

Une autre solution prometteuse, ou au moins un substantiel contrepoids à une lourde réglementation, est de s'appuyer sur les incitations du marché pour imposer plus efficacement aux banques la discipline nécessaire. Cette solution peut être plus efficace, car on tire ainsi parti des connaissances et des moyens des marchés pour l'évaluation des risques (selon les partisans de cette formule, aucune autorité publique de réglementation ne peut espérer être à la hauteur des marchés dans ce domaine). On peut faire valoir en outre que la réglementation est statique, alors que les marchés sont dynamiques, de sorte qu'au moment où une réglementation est élaborée, elle peut être déjà périmée, ou bien le marché aura trouvé comment la contourner, par exemple en transférant les activités vers des institutions ou des zones géographiques moins réglementées. Fondamentalement, l'approche reposant sur les mécanismes de marché s'efforce d'en revenir au principe bancaire classique selon lequel les autorités doivent agir comme prêteur en dernier ressort à l'égard des banques en situation d'illiquidité, mais il faut laisser tomber en faillite les banques insolubles, quelle que soit leur taille ; d'où la nécessité de mécanismes de marché qui incitent les banques à s'auto-assurer. En revanche, la solution réglementaire

accepte la nouvelle réalité (post-Lehman) : les autorités doivent agir comme assureur des grandes banques en situation d'insolvabilité et d'illiquidité, tout en utilisant la réglementation pour essayer de les empêcher d'être insolvables (Goodhart, 2010)<sup>14</sup>.

On peut donner un exemple relativement simple de cette approche par le marché : l'émission d'obligations pour l'assurance des banques. La proposition qui a été faite par plusieurs pays de percevoir une taxe sur les banques afin de préfinancer des filets de sécurité a suscité l'opposition des autorités canadiennes, qui estiment que leurs banques n'ont pas besoin de dispositifs de sauvetage. Le Canada, en revanche, s'est déclaré favorable à l'idée, reposant sur les mécanismes de marché, d'un capital conditionnel<sup>15</sup>. Il s'agit d'un type de mécanisme d'assurance par lequel les banques sont tenues d'émettre des emprunts qui, en situation de crise, sont convertis automatiquement en actions, même en l'absence d'interventions de l'État. Ainsi, les détenteurs de ces titres d'emprunt et les actionnaires (dont l'apport serait dilué en cas de conversion) seraient-ils fortement incités à surveiller les risques encourus par les banques de façon qu'ils ne soient pas excessifs et à faire la transparence, pour les autres observateurs, sur la situation des banques à cet égard. La principale pierre d'achoppement d'un tel plan semble être de définir le seuil de crise et de savoir qui doit décider qu'il a été atteint, sans qu'on puisse craindre une effervescence sur les marchés.

L'impératif de bonne gouvernance est un autre aspect crucial de l'auto-assurance ; il faut que les administrateurs aient intérêt à prendre en compte dans leurs décisions la bonne santé à long terme de la banque et qu'ils disposent à cet effet des compétences nécessaires, afin de contrecarrer les incitations à court terme qui résultent des formules de rémunération des dirigeants. Sur ce plan, l'autorité de surveillance des banques a fait savoir qu'il serait possible d'améliorer le modèle canadien de gouvernance en faisant siéger au conseil d'administration des banques un plus grand nombre de banquiers ayant une expérience concrète du métier<sup>16</sup>, ce qui est conforme aux meilleures pratiques dans la zone OCDE. Les grands établissements pourraient aussi être tenus d'établir des plans de liquidation (permettant une cessation ordonnée des activités en cas de faillite), de façon à rendre leur sortie crédible. En d'autres termes, l'approche de marché reposerait sur une menace crédible de rendre les banques, leurs actionnaires et leurs créanciers (et non les contribuables) responsables des pertes découlant de leurs propres activités hautement lucratives pendant la phase d'expansion.

Des recherches menées à l'OCDE suggèrent que les pays membres adoptent la structure de la société holding non opérationnelle pour leurs grands conglomérats financiers, comme il en existe en Australie (voir ci-dessus) : l'entité banque commerciale et l'entité banque d'affaires sont strictement séparées du point de vue de la structure de leur capital, chacune étant soumise à une réglementation spécifique et faisant la transparence sur ses propres risques, avec toutefois des possibilités de partage des technologies et des ressources en personnel ainsi que des possibilités de ventes croisées, pour accroître l'efficacité du groupe (Blundell-Wignall, Wehinger et Slovik, 2009). Cette étanchéification réglementaire des activités serait un important complément des limites d'endettement (puisque une même limite d'endettement peut être respectée avec différentes positions de risque), car elle signifierait très clairement quels sont les fonds disponibles pour des opérations risquées qui ne bénéficient pas de l'assurance des dépôts ou d'autres garanties. C'est à cet égard une réforme structurelle fondamentale, reposant sur les mécanismes du marché, qui vise à s'attaquer radicalement à l'aléa moral que crée l'idée que certaines banques sont grandes pour tomber en faillite et, de cette manière, les plans de liquidation

et les autres solutions volontaires deviennent inutiles. Cela va en fait moins loin que certaines propositions formulées aux États-Unis pour en revenir à une séparation de type Glass-Steagall entre les activités de banque commerciale et les activités de banque d'affaires, car les conglomérats bancaires subsisteraient et pourraient tirer pleinement parti des économies d'échelle et de gamme. Pourtant, il faut s'attendre à ce que les banques (y compris celles du Canada) s'opposent à cette solution, qui entame leur rentabilité en augmentant le coût du capital pour les activités très risquées.

### **Il faudrait encore intensifier la concurrence**

Les réformes évoquées ci-dessus pour remédier à l'aléa moral qui affecte les grandes banques constituent un point de départ essentiel pour assurer dans le secteur bancaire plus de contestabilité, d'efficacité et de concurrence, dès lors qu'elles ne limitent pas à l'excès les activités productives des banques. On envisagera dans cette section les mesures qui pourraient être prises pour améliorer les structures des marchés de capitaux et des marchés financiers canadiens.

### **Concurrence et stabilité : y a-t-il un arbitrage?**

Le système financier joue un rôle crucial dans la croissance économique, en faisant en sorte que les entreprises aient les financements dont elles ont besoin pour se développer et innover, et que les capitaux soient consacrés à leurs utilisations les plus productives. Un environnement bancaire concurrentiel favorise l'efficacité allocative en facilitant une offre maximale de crédit au prix le plus bas (Northcott, 2004). Stimuler une croissance de la productivité qui reste médiocre au niveau national est un enjeu majeur de politique économique au Canada. Il est donc important que la stabilité du secteur bancaire ne soit pas préjudiciable à la concurrence et à l'efficacité dans ce secteur ; c'est là un arbitrage considéré comme traditionnel. Mais, comme le montrent les données au niveau national et international, ce n'est pas nécessairement le cas. Dans le secteur bancaire, la concentration n'est pas un très bon indicateur de la concurrence, qui est elle-même très difficile à mesurer. Les économies d'échelle semblant très prononcées dans le secteur bancaire, la concentration assortie d'une bonne réglementation prudentielle pourrait être optimale. De plus, un certain pouvoir de marché est propice à un modèle de financement relationnel et incite les banques à surveiller leurs créanciers, ce qui est de nature à améliorer l'allocation du crédit. Par conséquent, le but peut être non pas d'éliminer le pouvoir de marché, mais de faciliter un environnement qui favorise les comportements concurrentiels (contestabilité) (Northcott, 2004).

Selon OCDE (2010b), une ferme réglementation caractérisée par une liquidation crédible peut favoriser dans une certaine mesure l'arbitrage entre stabilité et concurrence dans le secteur bancaire. Cela devrait se vérifier pour le Canada, dont la réglementation est généralement de haute qualité, bien qu'il faille reconnaître également que très peu de banques canadiennes ont fait faillite (alors que des centaines de faillites, généralement de petites banques, se sont produites aux États-Unis). Il se peut que le secteur bancaire canadien, qui opère dans une atmosphère confortable, voire un contexte oligopolistique, ait été à même d'accroître fortement la valeur actualisée des investissements futurs et de dégager ainsi une forte rentabilité sans avoir à livrer une concurrence reposant sur des activités risquées. Bien que ce modèle bancaire soit manifestement stable, il serait possible de le faire davantage contribuer à l'efficacité économique. Effectivement, le Canada compte parmi les pays de l'OCDE (avec la Corée, la Grèce, la Hongrie, le Mexique, le Pologne, le Portugal, la

République tchèque et la Turquie) qui s'appuient à un degré nettement supérieur à la moyenne sur une réglementation prudentielle défavorable à la concurrence (Ahrend, Arnold et Murtin, 2009, graphique A12). La contestabilité – si on la définit par la facilité d'entrée et les restrictions à l'actionnariat – est inférieure à la moyenne OCDE (graphique 1.13).

### **Banques et autres intermédiaires financiers**

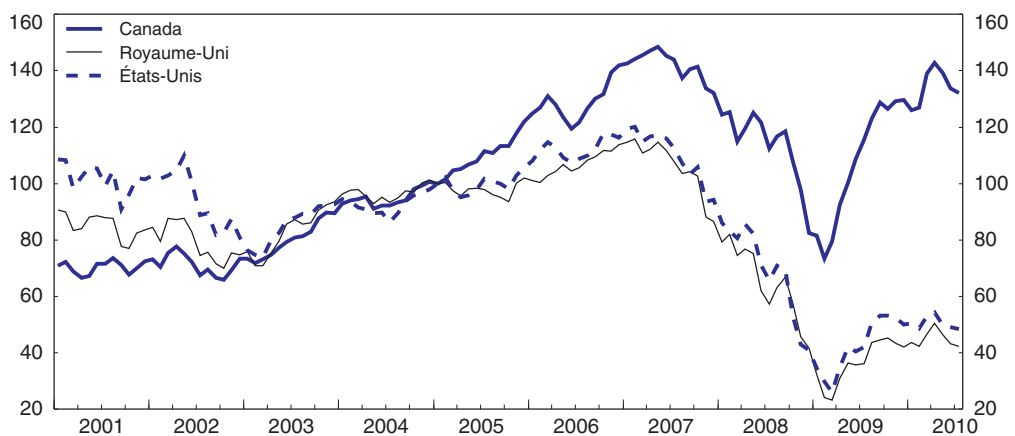
Le système bancaire canadien est très concentré : il y a au total 69 banques, et les cinq plus grandes détiennent près de 90 % des actifs bancaires totaux. Aux États-Unis – dont l'économie est à peu près dix fois plus grande que celle du Canada – il y a environ 8 000 banques, dont les cinq plus grandes ne détenaient qu'environ 20 % des actifs bancaires totaux avant la crise. Comme on l'a déjà indiqué, une forte concentration laisse soupçonner qu'une situation d'oligopole a été le prix à payer pour la stabilité au Canada. Mais certains travaux empiriques montrent que le système canadien, dominé par les cinq grandes banques, se caractérise par une concurrence monopolistique plutôt que par une collusion oligopolistique, bien que pratiquement tous les systèmes bancaires des pays de l'OCDE correspondent à cette description (Allen et Engert, 2007). Cela tient à ce que la contestabilité se substitue pour l'essentiel à la concurrence dans ce secteur. Au Canada, les économies d'échelle et de gamme et la facilité d'entrée sont obtenues par les flux d'investissement entre provinces, qui ne sont soumis quasiment à aucune restriction, et par la détention, par les banques, des banques d'affaires et des filiales d'assurance (après la libéralisation des années 90). Du point de vue de la concurrence il est sûrement plus efficace d'avoir cinq banques nationales dans chaque ville, plutôt qu'une seule banque dominante dans chaque ville ou région. De plus, une bonne diversification géographique et en termes de gamme de produits assure une certaine protection contre les chocs économiques. Les grandes banques se trouvent confrontées à la concurrence non seulement des 64 autres banques nationales et étrangères, mais aussi des 30 sociétés de fiducie indépendantes et des quelque 1 100 coopératives de crédit et caisses populaires (Laidler, 2006). Dans ces conditions, la concurrence tend à intervenir à la périphérie, à l'intérieur des marchés et des gammes de produits plutôt qu'entre établissements.

Le secteur de l'assurance, qui est à peu près aussi concentré et d'aussi grande taille que le secteur bancaire, est davantage préservé de la concurrence en raison de l'interdiction qui est faite aux banques de vendre des produits d'assurance non autorisés (assurance vie, assurance dommages et assurance accidents risques divers), interdiction récemment étendue aux banques en ligne, au motif que les meilleures informations dont disposent les banques sur leurs clients et leurs étroites relations avec ces derniers pourraient créer des problèmes de concurrence déloyale sur le marché. La divulgation de l'information et la transparence peuvent accroître la contestabilité dans le secteur bancaire, notamment par le biais d'agences d'évaluation de la solvabilité de l'emprunteur, en atténuant l'asymétrie d'information qui avantage l'activité bancaire de type relationnel (Northcott, 2004). L'audit externe et la divulgation d'informations – et à un moindre degré les règles comptables et les exigences de provisionnement – sont faibles au Canada (graphique 1.13), ce qui fait obstacle à ce type de contestabilité. Par ailleurs, la contestabilité via le marché des valeurs mobilières est très limitée. De fait, le modèle canadien de succursales bancaires a traditionnellement plus de capacités de prêt que le système bancaire américain, qui a longtemps souffert de restrictions à l'implantation de succursales dans d'autres États ; pour compenser cette déficience, les États-Unis ont développé des marchés financiers plus ouverts et plus étoffés (Bordo, Rockoff et Redish, 1993).

Malgré certains éléments de contestabilité, les grandes banques pratiquent une discrimination au niveau des prix qui ne serait pas possible sans un certain pouvoir monopolistique, et elles s'approprient ainsi une partie du surplus des consommateurs, au détriment du bien-être de ces derniers. L'hégémonie des banques dans les opérations avec les particuliers contribue à expliquer une rentabilité des établissements bancaires plus forte que dans les pays comparables, malgré un plus faible risque pour les actifs correspondants, même avant la crise (du moins après 2003, lorsque la discrimination individuelle au niveau des prix est entrée en pratique ; graphique 1.15). Les clients sont fidèles à leur banque et acceptent les marges relativement élevées qu'elle leur impose. Il en est de même pour les petites et moyennes entreprises, tributaires des banques locales pour leurs financements, mais moins qu'aux États-Unis, car le financement familial paraît jouer un grand rôle au Canada. Les grandes banques exercent un pouvoir sur les prix qui est bien moindre dans le cas des grandes entreprises, lesquelles ont accès aux prêts syndiqués internationaux et aux marchés financiers étrangers, où elles peuvent souvent obtenir des conditions meilleures que celles qui leur sont consenties par les banques nationales. En outre, les grandes banques ont un avantage sur le plan du coût du capital par rapport aux banques de plus petite dimension, en ce qu'elles bénéficient d'une garantie implicite de l'État (parce qu'elles sont « trop grandes pour faire faillite »). Une comparaison entre les États-Unis et le Canada montre que la réputation de stabilité des banques canadiennes leur permet de réduire le coût de leur capital (Bordo, Rockoff et Redish, 1993). La rentabilité confortable pourrait aussi s'expliquer par une plus grande efficacité, résultant en partie d'une forte concentration et de l'implantation intensive de succursales (voir ci-dessus). Toutefois, les marges d'intérêt nettes, indicateur courant de la rentabilité, ne sont pas particulièrement élevées, du fait d'un écart substantiel entre les taux débiteurs effectifs et les taux affichés.

### Graphique 1.15. Performance des actions bancaires

Revenu total pour l'actionnaire – Indices mondiaux FTSE, janvier 2005 = 100



Source : Thomson Datastream et calculs de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932320181>

Cela dit, certaines caractéristiques du paysage bancaire peuvent entraver la contestabilité dans le secteur. Les banques canadiennes ont fait valoir dans le passé qu'on les empêchait d'atteindre la taille optimale pour affronter la concurrence internationale<sup>17</sup>, mais plusieurs projets de fusion ont été refusés<sup>18</sup>. En ce qui concerne les fusions, le ministre des Finances décide en dernier ressort et veille à ce que toutes les considérations pertinentes de politique

publique soient prises en compte et pesées en conséquence, y compris les avis du Bureau de la concurrence et du Bureau du Surintendant des institutions financières. Le ministre doit examiner tous les aspects intéressant la transaction, y compris l'intérêt bien compris du système financier. Indépendamment de la question de savoir si une plus forte concentration est souhaitable pour des raisons d'efficacité et/ou de stabilité macroéconomique (ce dernier point étant discutable, après la crise), cette situation engendre une incertitude qui décourage l'élaboration de projets de fusion, et encore plus les demandes d'autorisation, de sorte que la discipline liée au marché du contrôle des sociétés ne joue pas. De plus, bien que les obstacles à l'entrée des entreprises étrangères aient été sensiblement réduits au milieu des années 2000, notamment en ce qui concerne la création de succursales bancaires étrangères, la part des dépôts détenue par les banques étrangères n'a guère augmenté au Canada et elle reste l'une des plus faibles de la zone OCDE. L'obstacle qui subsiste semble être le minimum élevé de dépôt pour les succursales étrangères, qui exclut de fait l'activité de banque de dépôts de détail. Un autre obstacle à une plus forte contestabilité est la règle qui interdit à toute entité de détenir plus de 20 % (auparavant 10 %) de toute grande banque canadienne. Cela contribue à éviter aux banques la discipline que les gros actionnaires peuvent exercer et les rachats par des investisseurs qui pourraient mieux les gérer. Cette règle peut également décourager les entrées étrangères dans la mesure où les candidats probables au rachat de banques canadiennes pourraient être les grandes entreprises étrangères (essentiellement américaines) de services financiers. Toutefois, le gouvernement justifie cette règle au motif qu'elle améliore en fait le contrôle par l'actionnaire en imposant un plus haut degré de transparence, ce qui facilite la surveillance d'un établissement par le marché. Pour améliorer l'information et la contestabilité, on pourrait également mieux tirer parti des technologies de l'information (banque électronique). De même, il faudrait que les vérificateurs externes jouent un plus grand rôle et que les règles comptables soient renforcées, ce à quoi aboutira probablement l'effort actuel de réforme au niveau international.

On pourrait améliorer la contestabilité et donc l'efficacité dans le secteur bancaire en assouplissant les réglementations à l'origine des obstacles qui subsistent. Mais, comme dans la plupart des pays (sauf la Nouvelle-Zélande), il pourrait y avoir conflit entre la poursuite des objectifs de politique nationale dans le secteur financier et de fortes entrées étrangères dans le système bancaire. En effet, les banques sous contrôle étranger pourraient être moins sensibles aux directives de la banque centrale visant à favoriser la stabilité ou à transmettre les mesures de politique monétaire. Malgré tout, ces craintes sont souvent exagérées et le prix à payer en termes d'efficacité des banques et de productivité économique n'est sans doute pas justifié.

### **Marchés financiers**

**Valeurs mobilières.** Les marchés de valeurs mobilières sont très fragmentés, 13 autorités réglementaires provinciales et territoriales étant chargées d'une surveillance qui n'est guère coordonnée. Le fatras de réglementations, auquel s'ajoute une mise en application très déficiente, limite considérablement l'attrait d'une cotation au Canada pour les sociétés étrangères (Laidler, 2006). De même, les sociétés canadiennes jugent de plus en plus intéressant de se faire coter à l'étranger. S'il n'y avait qu'une seule autorité nationale de réglementation et d'application, la cotation au Canada serait bien plus attrayante tant pour les sociétés étrangères que pour les sociétés canadiennes, ce qui permettrait d'étoffer le marché financier, source importante à la fois de diffusion des risques d'investissement et de financement de la croissance des entreprises. Le 26 mai 2010, le gouvernement du

Canada a rendu public le projet de *Loi canadienne sur les valeurs mobilières*, franchissant ainsi une étape marquante dans la réalisation d'un engagement ancien de créer un organisme canadien de réglementation des valeurs mobilières. Il s'est avéré quelque peu difficile d'obtenir l'adhésion de toutes les provinces. On pourrait régler ce problème en mettant en place des mesures incitatives qui convaincraient les provinces récalcitrantes, tout en veillant à ce que le dispositif institutionnel soit bien conçu afin que toutes les provinces soient sur un pied d'égalité. Il serait essentiel qu'une fois constituée, l'autorité unique participe pleinement au mécanisme de surveillance macroprudentielle.

De plus en plus, les petites entreprises se sont tournées vers la titrisation d'actifs pour lever des fonds à court terme comme solution commode de remplacement du crédit bancaire. Durant la décennie allant jusqu'à 2007, le marché du papier commercial adossé à des actifs (PCAA) a connu une croissance exponentielle. À la fin de 2007, il s'est gravement déstabilisé, les effets de l'effondrement de la confiance dans les titres américains adossés à des prêts hypothécaires de mauvaise qualité s'étant rapidement fait sentir au Canada. Les investisseurs détenant du PCAA canadien ont craint (généralement à tort) d'avoir été contaminés par la présence de prêts américains de mauvaise qualité dans leur panier d'actifs sous-jacents. Cette réaction s'expliquait par un manque de transparence et d'information concernant les émetteurs ultimes, la composition des actifs et leur degré de risque. En particulier, il n'y avait pas de prospectus et la notation était suspecte : les agences de notation américaines avaient refusé de noter le PCAA canadien en raison de dispositions restrictives de soutien à la liquidité, de sorte qu'il y avait une notation unique de la part d'une agence canadienne. Finalement, les banques ont choisi d'assurer la liquidité de la fraction bancaire du marché du PCAA, afin de préserver leur propre réputation. Mais la fraction non bancaire a enregistré une restructuration à hauteur de 32 milliards CAD, montant record pour le Canada (l'Accord de Montréal était un processus de restructuration étalé sur dix ans, largement conduit par le secteur bancaire). Il faudra accroître la transparence de ce marché en améliorant les obligations d'information et les conditions-cadres. Ces réformes ont commencé, mais elles s'accéléraient sans aucun doute si une autorité nationale unique de réglementation des valeurs mobilières était en place, comme le prévoit le projet de *Loi canadienne sur les valeurs mobilières*.

**Capital-investissement (capital-risque).** Le Canada dépense comparativement beaucoup pour l'aide publique à la R-D, soit directement en faveur des universités et des établissements de recherche (hôpitaux), soit indirectement, via les crédits d'impôt accordés aux entreprises. Pour la qualité de la recherche fondamentale, le Canada se classe aux premiers rangs mondiaux. Mais ces financements et ces recherches se traduisent par un nombre étonnamment faible d'applications commerciales et d'innovations. L'une des raisons paraît être le sous-développement du marché du capital-risque. Aux États-Unis, le secteur du capital-risque est une source majeure de financement des sociétés non cotées et du capital humain qui s'y rattache. Les entreprises américaines de capital-risque devraient investir au Canada, étant donné son triple attrait : les brillantes idées qui y voient le jour, l'abondance de ses talents et l'ampleur de ses aides publiques. Or, la part du Canada dans le marché nord-américain du capital-risque – aussi bien pour la levée de fonds que pour les investissements – est très inférieure à son poids économique. Les étoiles montantes que sont l'Inde, la Chine et Israël absorbent une plus forte part de ce même marché. Souvent, les entreprises américaines acquièrent à bas prix les jeunes entreprises canadiennes très prometteuses qui ont de brillantes idées et bénéficient d'importantes aides publiques, parce que, faute de financements suffisants, elles n'ont pas pu atteindre la taille nécessaire pour



s'imposer sur le marché. Fréquemment, d'ailleurs, ces entreprises canadiennes « émigrent » aux États-Unis. Les entreprises américaines et canadiennes se livrant concurrence sur un marché intégré, le manque de financement en capital-risque dont souffrent les entreprises canadiennes constitue un sérieux handicap (Hurwitz et Marett, 2007).

Le principal obstacle aux flux transfrontaliers de capital-investissement qui est cité dans les enquêtes tient aux conventions fiscales du Canada. Les commentateurs ont généralement identifié deux aspects du système fiscal canadien qui font obstacle aux flux de capital-investissement, en particulier en provenance des États-Unis : i) le régime fiscal des biens canadiens imposables, qui contraint les investisseurs à des formalités administratives onéreuses pour bénéficier des exemptions au titre de la convention fiscale ; et ii) le régime fiscal des *limited liability corporations* (sociétés à responsabilité limitée), qui n'étaient pas reconnues comme des entités fiscales et ne bénéficiaient donc pas des dispositions de la convention. Toutefois, ces deux aspects ont été corrigés par des réformes récentes. *Premièrement*, le cinquième protocole à la *Convention fiscale Canada-États-Unis*, ratifié en 2008, a instauré des règles destinées à faire en sorte que les revenus que les résidents d'un pays (le pays de la résidence) perçoivent par l'intermédiaire d'une entité hybride (par exemple une société à responsabilité limitée) soient dans certains cas traités par l'autre pays (le pays de la source) comme ayant été perçus, au regard de la convention, par un résident du pays de la résidence, de telle sorte que les avantages au titre de la convention sont accordés dans ces cas. *Deuxièmement*, dans le budget 2010 les autorités ont annoncé un resserrement de la définition des biens canadiens imposables en vertu de la *Loi de l'impôt sur le revenu*, ce qui supprime la nécessité pour les non-résidents de notifier à des fins fiscales les dispositions de nombreux placements en actions, les règles fiscales internes du Canada étant ainsi davantage alignées sur ses conventions fiscales et sur la législation fiscale de ses principaux partenaires commerciaux. Les réactions des actionnaires à ces réformes et leur incidence potentielle sur les flux de capital-investissement se sont révélées positives.

#### Encadré 1.5. **Recommandations pour les mesures de stabilisation et la réforme des marchés de capitaux**

- Poursuivre sur la voie du resserrement, mais avancer à un rythme mesuré, en fonction de l'effet sur l'inflation du synchronisme intérieur et mondial probable des mesures de durcissement budgétaire et monétaire, ainsi que de la persistance des risques financiers mondiaux.
- Il devient nécessaire de freiner encore l'accumulation de dette hypothécaire, et à cet effet d'étendre aux propriétaires-occupants les règles plus strictes d'accès à l'assurance hypothécaire.
- Reconduire sans modification l'accord actuel de ciblage de l'inflation lorsqu'il viendra à expiration à la fin de 2011.
- Coopérer pleinement dans le cadre des réformes internationales visant à améliorer et coordonner la réglementation des marchés de capitaux.
- Instaurer un équilibre entre une réglementation bancaire renforcée et les incitations reposant sur les mécanismes du marché de manière à bien faire apparaître les véritables risques pour les banques et à remédier à l'aléa moral lié à l'idée que certaines banques sont « trop grandes pour faire faillite » (il faut, par exemple, des instruments bien conçus de capital conditionnel et une stricte séparation capitalistique entre les activités de banque commerciale et les activités de banque d'affaires).
- Renforcer la contestabilité dans le secteur bancaire en envisageant d'ouvrir de nouvelles voies d'entrée, tout en veillant à ce que toutes ces modifications s'inscrivent dans un contexte macroprudentiel.
- Mettre en place une autorité unique de réglementation des valeurs mobilières, comme cela est prévu, en renforçant l'action menée pour faire participer toutes les provinces.

## Notes

1. Voir Zorn, Wilkins et Engert (2009) pour de plus amples informations sur les mesures de soutien à la liquidité mises en œuvre par la Banque du Canada en réaction à la tourmente financière.
2. La loi d'Okun décrit une relation plus ou moins stable entre la croissance de la production et celle du chômage sur la durée du cycle économique.
3. Depuis 2008, la durée des périodes d'amortissement est limitée à 35 ans et l'assurance-crédit n'est offerte que pour les prêts représentant au maximum 95 % de la valeur du bien acheté. Auparavant, l'assurance hypothécaire était offerte pour des prêts représentant jusqu'à 100 % du prix d'acquisition, pour des périodes d'amortissement pouvant atteindre 40 ans.
4. Pour un résumé des travaux de recherche effectués jusqu'au printemps 2009 sur l'opportunité d'adopter une cible d'inflation plus basse, ou de passer à un régime de ciblage du niveau des prix, voir le dossier spécial de la *Revue de la Banque du Canada* du printemps 2009, consultable à l'adresse suivante : [www.bankofcanada.ca/fr/revue/printemps09/revue\\_printemps09.pdf](http://www.bankofcanada.ca/fr/revue/printemps09/revue_printemps09.pdf).
5. Voir OCDE (2010d) pour d'autres estimations et références.
6. La croissance potentielle du PIB en termes réels mesure le taux soutenable de croissance des capacités productives. Le taux de croissance de l'économie à long terme est déterminé par les éléments du côté de l'offre, à savoir la population d'âge actif, le taux d'activité, le chômage structurel, la durée hebdomadaire du travail et la productivité du travail. Dès lors, le niveau du PIB potentiel a tendance à augmenter à un rythme relativement régulier. Le PIB réel fluctue autour de ce niveau potentiel.
7. Voir l'annexe 2.A1 du chapitre 2 pour un aperçu de la méthodologie utilisée pour estimer et prévoir la production potentielle par province ; voir Guillemette (2010) pour plus d'informations.
8. L'un des défauts largement reconnus des règles de Bâle est que cet accord international n'était pas assorti de sanctions pour faire respecter les règles de capitalisation.
9. Les contrats privés d'assurance hypothécaire représentent une faible fraction du marché et sont eux-mêmes assurés à 90 % par la SCHL. Pour permettre aux assureurs privés de concurrencer effectivement la SCHL, le gouvernement couvre aussi les obligations des assureurs hypothécaires privés envers les prêteurs par le biais d'accords de garantie qui protègent les prêteurs dans l'éventualité d'un défaut de l'assureur. Le soutien public des activités des assureurs privés éligibles à la garantie fait l'objet d'une franchise égale à 10 % du montant initial du principal du prêt hypothécaire.
10. La Nouvelle-Zélande a fixé un plafond pour la part des financements à court terme de ses banques sur les marchés de gros. Cette décision a été coûteuse pour les banques, mais semble avoir eu un effet très protecteur contre le risque de liquidité lors de la crise suivante (Banque de réserve de la Nouvelle-Zélande, 2010).
11. En Espagne, un matelas contracyclique sous la forme d'un provisionnement dynamique des prêts est en place depuis 2000. Les banques espagnoles ont apparemment bien mieux résisté à la crise que beaucoup de leurs homologues européennes, dans la mesure où elles étaient moins exposées sur le marché des crédits hypothécaires américains à haut risque. Cela tient sans doute en partie au fait que les autorités ont découragé les titrisations hors bilan, comme au Canada. Par ailleurs, le provisionnement dynamique n'a pas empêché la formation d'une bulle immobilière avant la crise (Caprio, 2010). Néanmoins, ce dispositif a probablement freiné la croissance excessive des prêts pendant la phase d'essor de l'activité, tout en créant un matelas supplémentaire qui a offert une certaine protection contre la dégradation des ratios de solvabilité lorsque la bulle a éclaté.
12. Voir S.B. Pasternak, « Canada Banks May Be Weakened by Regulatory Reforms, Waugh Says », [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com), 8 avril 2010.
13. Voir « Shares bounce as rules are softened », *Financial Times*, 28 juillet 2010.
14. Les responsables européens ont eu tendance à privilégier la réglementation contracyclique, avec également plus de pouvoir aux autorités réglementaires. Les États-Unis, pour leur part, ont davantage privilégié les mécanismes d'assurance.
15. Voir J. Dickson, « Protecting banks is best done by market discipline », *Financial Times*, 9 avril 2010.
16. Voir D. Alexander, « Boards Need More Bankers on Boards, Dickson Says », [Bloomberg.com](http://Bloomberg.com), 18 novembre 2009.
17. Pour le secteur bancaire canadien, il semble que même les plus grandes banques soient de trop petite taille pour pouvoir tirer parti de certaines économies d'échelle (Allen et Liu, 2005), mais il est possible que les données utilisées soient trop anciennes.

18. C'est le résultat des deux demandes de fusion qui ont été faites dans les années 90 par quatre grandes banques différentes. L'affaire avait été mal menée et le ministère avait finalement décidé d'écarter ces projets.

## Bibliographie

- Agence internationale de l'énergie (2010), *Energy Policies of IEA Countries: Canada 2009 Review*, OCDE/AIE, Paris.
- Ahrend, R., B. Cournède et R. Price (2008), « Monetary Policy, Market Excesses and Financial Turmoil », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 597, OCDE, Paris.
- Ahrend, R., J. Arnold et F. Murtin (2009), « Prudential Regulation and Competition in Financial Markets », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 735, OCDE, Paris, décembre.
- Akerlof, G.A., W.T. Dickens et G.L. Perry (2000), « Near-Rational Wage and Price Setting and the Long-Run Phillips Curve », in W.C. Brainard et G.L. Perry (dir. pub.), *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 2000, n° 1, pp. 1-60.
- Allen, J. et W. Engert (2007), « Efficience et concurrence dans le secteur bancaire canadien », *Revue de la Banque du Canada*, été, Banque du Canada, Ottawa.
- Allen, J. et Y. Liu (2005), « Efficiency and Economics of Scale of Large Canadian Banks », *Document de travail*, n° 2005-13, Banque du Canada, Ottawa.
- Amano, R., T. Carter et D. Coletti (2009), « Les prochaines étapes dans l'évolution de la politique monétaire au Canada », *Revue de la Banque du Canada*, printemps, Dossier spécial – Cibles d'inflation : bilan des recherches récentes, Banque du Canada, Ottawa, [www.bank-banque-canada.ca/fr/revue/printemps09/amano-f.pdf](http://www.bank-banque-canada.ca/fr/revue/printemps09/amano-f.pdf).
- Banque du Canada (2010), *Revue du système financier*, juin, Banque du Canada, Ottawa, [www.bank-banque-canada.ca/fr/rsf/2010/rsf\\_0610.pdf](http://www.bank-banque-canada.ca/fr/rsf/2010/rsf_0610.pdf).
- Bataille, C., B. Dachis et N. Rivers (2009), « Pricing Greenhouse Gas Emissions: The Impact on Canada's Competitiveness », *C.D. Howe Institute Commentary*, n° 280, Institut C.D. Howe, Toronto, [www.cdhowe.org/pdf/Commentary\\_280.pdf](http://www.cdhowe.org/pdf/Commentary_280.pdf).
- Beaton, K. (2010), « Time Variation in Okun's Law: A Canada and US Comparison », *Document de travail*, n° 2010-7, Banque du Canada, Ottawa, [www.bankofcanada.ca/en/res/wp/2010/wp10-7.pdf](http://www.bankofcanada.ca/en/res/wp/2010/wp10-7.pdf).
- Blanchard, O., G. Dell'Ariccia et P. Mauro (2010), « Rethinking Macroeconomic Policy », *IMF Staff Position Note*, n° SPN/10/03, FMI, Washington DC, [www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1003.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1003.pdf).
- Blundell-Wignall, A., G. Wehinger et P. Slovik (2009), « The Elephant in the Room: The Need to Deal with What Banks Do », *Financial Market Trends*, vol. 2009, Issue 2, OCDE, Paris.
- Bordo, M.D., H. Rockoff et A. Redish (1993), « A Comparison of the United States and Canadian Banking Systems in the Twentieth Century: Stability vs. Efficiency? », *NBER Working Papers*, n° 4546, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Caprio, G. Jr. (2010), « Safe and Sound Banking: A Role for Countercyclical Regulatory Requirements? », *Policy Research Working Papers*, n° 5198, The World Bank, Washington DC.
- Cayen, J.P., D. Coletti, R. Lalonde et P. Maier (2010), « What Drives Exchange Rates? New Evidence from a Panel of US Dollar Bilateral Exchange Rates », *Document de travail*, n° 2010-5, Banque du Canada, Ottawa, [www.bankofcanada.ca/en/res/wp/2010/wp10-5.pdf](http://www.bankofcanada.ca/en/res/wp/2010/wp10-5.pdf).
- Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (2009), « Strengthening the Resilience of the Banking Sector », *Consultative Document*, décembre, Banque des règlements internationaux, Bâle.
- Dodge, D. (2010), « Reflections on the Conduct of Monetary and Financial Stability Policy », *Revue canadienne d'économie*, vol. 43, n° 1, pp. 29-40.
- FMI (Fonds monétaire international) (2008), *Canada: Financial System Stability Assessment – Update*, FMI, Washington DC.
- Furceri, D. et A. Mourougane (2009), « The Effect of Financial Crises On Potential Output: New Empirical Evidence from OECD Countries », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 699, OCDE, Paris.
- Goodhart, C. (2010), « How May the New Architecture of Financial Regulations Develop? », dans *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*, vol. 73, n° 1 (mars), Reserve Bank of New Zealand, Wellington.

- Guillemette, Y. (2010), « A Simulation Model of Federal, Provincial and Territorial Government Accounts for the Analysis of Fiscal-consolidation Strategies in Canada », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 800, OCDE, Paris.
- Hurwitz, S.A. et L.J. Marett (2007), « Financing Canadian Innovation: Why Canada Should End Roadblocks to Foreign Private Equity », *C.D. Howe Institute Commentary*, n° 244, Institut C.D. Howe, Toronto, [www.cdhowe.org/pdf/Commentary\\_244.pdf](http://www.cdhowe.org/pdf/Commentary_244.pdf).
- Institut Pembina et Fondation David Suzuki (2009), *Protection climatique, prospérité économique – Étude sur les conséquences économiques de la réduction des émissions de gaz à effet de serre et sur les mesures à adopter par le Canada – rapport final*, Institut Pembina et Fondation David Suzuki, <http://pubs.pembina.org/reports/climate-leadership-report-fr.pdf>.
- Johansson, K. (2002), « Labor Market Programs, the Discouraged-Worker Effect, and Labor Force Participation », *IFAU – Institute for Labour Market Policy Evaluation Working Papers*, n° 2002:9, IFAU – Office of Labour Market Policy Evaluation, Uppsala.
- Laidler, D. (2006), « Grasping the Nettles: Clearing the Path to Financial Services Reform in Canada », *C.D. Howe Institute Commentary*, n° 238, Institut C.D. Howe, Toronto, [www.cdhowe.org/pdf/Commentary\\_238.pdf](http://www.cdhowe.org/pdf/Commentary_238.pdf).
- McKinsey Global Institute (2010), *Debt and Deleveraging: The Global Credit Bubble and its Economic Consequences*, McKinsey Global Institute.
- Minegishi, M. et B. Cournède (2010), « Monetary Policy Responses to the Crisis and Exit Strategies », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 753, OCDE, Paris.
- Murchison, S. et A. Rennison (2006), « ToTEM: The Bank of Canada's New Quarterly Projection Model », *Rapport technique*, n° 97, Banque du Canada, Ottawa, [www.bankofcanada.ca/en/res/tr/2006/tr97.pdf](http://www.bankofcanada.ca/en/res/tr/2006/tr97.pdf).
- Northcott, C.A. (2004), « Competition in Banking: A Review of the Literature », *Document de travail*, n° 2004-24, Banque du Canada, Ottawa.
- Northcott, C.A., G. Paulin et M. White (2009), « Lessons for Banking Reform: A Canadian Perspective », *Central Banking*, vol. 19, n° 4, pp. 41-53.
- Obstfeld, M. et K. Rogoff (2009), « Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes », *CEPR Discussion Paper Series*, n° 7606, Centre for Economic Policy Research, Londres.
- OCDE (2006), *Études économiques de l'OCDE – Canada*, OCDE, Paris.
- OCDE (2008), *Études économiques de l'OCDE – Canada*, OCDE, Paris.
- OCDE (2009a), *Perspectives économiques de l'OCDE*, vol. 2009/1, n° 85 (juin), OCDE, Paris.
- OCDE (2009b), *Économie de la lutte contre le changement climatique – Politiques et options pour une action globale au-delà de 2012*, OCDE, Paris.
- OCDE (2010a), *Perspectives économiques de l'OCDE*, vol. 2010/1, n° 87 (mai), OCDE, Paris.
- OCDE (2010b), *Réformes économique – Objectif croissance*, OCDE, Paris.
- OCDE (2010c), « Réaction du taux d'activité en cas de ralentissement économique sévère », Groupe de travail n° 1 chargé de l'analyse des politiques macroéconomiques et structurelles, OCDE, Paris.
- OCDE (2010d), « L'impact de la crise économique sur la production potentielle », Groupe de travail n° 1 chargé de l'analyse des politiques macroéconomiques et structurelles, OCDE, Paris.
- Ratnovski, L. et R. Huang (2009), « Why are Canadian Banks More Resilient? », *IMF Working Paper*, n° WP/09/152 (juillet), FMI, Washington DC.
- Samson, R.A. et S.B. Stamler (2009), « Going Green for Less: Cost-Effective Alternative Energy Sources », *C.D. Howe Institute Commentary*, n° 282, Institut C.D. Howe, Toronto, [www.cdhowe.org/pdf/Commentary\\_282.pdf](http://www.cdhowe.org/pdf/Commentary_282.pdf).
- Sauvé, R. (2010), *L'état actuel du budget de la famille canadienne – Rapport 2009*, L'Institut Vanier de la famille, Ottawa.
- Sutherland, D., P. Hoeller, B. Égert et O. Röhn (2010), « Counter-cyclical economic policy », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 760, OCDE, Paris.
- Tsounta, E. (2009), « Is the Canadian Housing Market Overvalued? A Post-crisis Assessment », *IMF Working Paper*, n° WP/09/235, FMI, Washington DC, [www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09235.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09235.pdf).
- Zorn, L., C. Wilkins et W. Engert (2009), « Mesures de soutien à la liquidité mises en œuvre par la Banque du Canada en réaction à la tourmente financière », *Revue de la Banque du Canada*, automne, Banque du Canada, Ottawa, pp. 3-24.

## ANNEXE 1.A1

*Progrès de la réforme structurelle*

Cette annexe passe en revue les mesures prises à la suite des recommandations formulées dans les précédentes *Études*. Les recommandations nouvelles de la présente *Étude* figurent dans les chapitres correspondants.

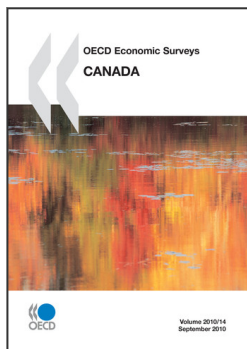
Recommandations	Mesures prises depuis la précédente <i>Étude</i> (juin 2008)
FISCALITÉ DES ENTREPRISES	
Supprimer les impôts sur le capital aussi rapidement que possible.	Le gouvernement fédéral a supprimé son impôt sur le capital et introduit une incitation financière pour encourager les provinces à éliminer leur impôt sur le capital. Toutes les provinces prévoient de mettre fin à leur impôt général sur le capital d'ici à 2012.
Remplacer les taxes provinciales sur les ventes par une taxe sur la valeur ajoutée (TVA). Modifier le dosage de la fiscalité en s'appuyant davantage sur la TVA et moins sur les impôts sur les revenus et les bénéfices, moins efficaces.	L'Ontario et la Colombie-Britannique suppriment actuellement leurs taxes sur les ventes de détail et adoptent le cadre fédéral de taxe sur les ventes harmonisée, qui entre en vigueur le 1 <sup>er</sup> juillet 2010. En conséquence, la proportion des activités commerciales taxables exercées au Canada pour laquelle aucune taxe sur les ventes ne frappe les biens utilisés par les entreprises passe d'environ 40 % à 94 %.
Continuer de rationaliser les avantages fiscaux résultant des impôts fédéraux et provinciaux sur les entreprises (taux réduits spéciaux, déduction pour amortissement accéléré (DPAA), déductibilité des paiements de redevances au niveau provincial, etc.) consentis notamment aux industries manufacturières et au secteur des ressources naturelles ainsi qu'aux petites entreprises à capitaux canadiens.	Un projet de loi a été rendu public qui prévoit l'élimination progressive de la DPAA pour les investissements dans les sables bitumineux entre 2011 et 2015. Un régime de déduction pour amortissement accéléré s'appliquera au matériel informatique acheté après le 27 janvier 2009 et avant février 2011, et aux machines et équipements du secteur manufacturier et des industries de transformation acquis après le 19 mars 2007 et avant 2012. La baisse du taux de l'impôt général sur les bénéfices des sociétés entre 2000 et 2012 se traduira par une diminution de 75 % de l'écart entre le taux de l'impôt général sur les bénéfices des entreprises et le taux applicable aux petites entreprises au niveau fédéral.
Poursuivre dans la voie de l'élimination du régime fiscal fédéral préférentiel des industries extractives. Revoir le régime fiscal des frais d'exploration et d'exploitation et des actions accréditatives. Réexaminer le régime des redevances.	L'Alberta a procédé en 2009 à un réexamen de la compétitivité dans le gaz naturel et le secteur pétrolier classique, et elle a annoncé en mars 2010 un certain nombre d'ajustements de son régime de redevances, avec une réduction notable des taux supérieurs. En mars 2010, le Québec a entrepris une révision de sa loi concernant les droits sur les mines, qui a entraîné la suppression de certains avantages fiscaux (amortissement accéléré) et un relèvement des taux de droits.

Recommandations	Mesures prises depuis la précédente <i>Étude</i> (juin 2008)
<b>IMPÔT SUR LE REVENU DES PERSONNES PHYSIQUES</b>	
<p>Cibler sur les petits salariés les crédits d'impôt remboursables liés à l'exercice d'un emploi, tout en commençant à les supprimer plus tôt et plus progressivement, afin de réduire les taux marginaux effectifs (TMEI) élevés dans les tranches basses à moyennes de revenu.</p> <p>Coordonner les programmes de prestations fédéraux et provinciaux pour éviter l'apparition de TMEI excessivement élevés.</p>	<p>Afin d'harmoniser autant que possible les prestations et d'accroître l'efficacité de la prestation fiscale pour le revenu du travail (PFRT), crédit d'impôt remboursable qui vient compléter les bas revenus d'activité, le gouvernement fédéral a conclu des accords de reconfiguration de la PFRT avec quatre juridictions et continue de proposer cette option à toutes les provinces et à tous les territoires pour 2010. Le budget fédéral de 2009 améliore l'allègement d'impôt qu'assure la PFRT. D'autres allègements de nature fédérale ont également accru l'incitation à travailler pour les Canadiens à bas revenu.</p>
Éliminer la TPS à taux zéro pour les produits alimentaires de base.	Aucune mesure prise.
<b>IMPÔT SUR LE REVENU DES PERSONNES PHYSIQUES</b>	
Uniformiser l'impôt entre les différents instruments d'épargne, et donc supprimer les avantages fiscaux ciblés pour les régimes de retraite éligibles ainsi que les exonérations des plus-values. Dans un second temps, taxer toute l'épargne sur une base EET (exonération/exonération/taxation) ou TEE (taxation/exonération/exonération).	<p>Il existe depuis janvier 2009 un nouveau compte d'épargne libre d'impôt (CELI). Les apports au CELI se font sur le revenu après impôt, mais les revenus des placements effectués sur le CELI sont défiscalisés et les retraits sont eux aussi exonérés d'impôt (sur une base TEE). Le CELI complète le régime enregistré d'épargne-retraite (REER) (formule EET) et d'autres plans d'épargne. Lorsque le programme CELI arrivera à maturité, on estime que plus de 90 % des Canadiens pourront détenir tous leurs actifs financiers dans des supports d'épargne fiscalement efficaces.</p>
<b>CONCURRENCE SUR LES MARCHÉS DE PRODUITS</b>	
Supprimer les restrictions à l'investissement direct étranger dans les transports aériens, les télécommunications et la radiodiffusion.	Conformément aux recommandations du groupe de travail chargé d'examiner la politique de la concurrence, dans le budget fédéral de 2010 les autorités ont annoncé la suppression des restrictions aux prises de participation étrangères dans les satellites de communication canadiens.
Minimiser le recours aux subventions industrielles et réserver les aides aux entreprises confrontées à de véritables dysfonctionnements du marché, en veillant à ce qu'elles soient d'un coût économique minimum.	Les aides aux industries adoptées dans le cadre du Plan d'action économique lors du budget fédéral 2009 seront supprimées comme prévu en mars 2011. Il reste néanmoins d'autres subventions.
<b>INNOVATION</b>	
Examiner les possibilités d'améliorer l'efficacité des crédits d'impôt à la recherche scientifique et au développement expérimental.	Le budget fédéral de 2010 a annoncé un réexamen complet de toutes les aides fédérales à la recherche-développement afin que celles-ci contribuent davantage à l'innovation.
Éliminer les crédits d'impôt fédéraux et provinciaux dont bénéficient les investissements dans les sociétés de capital-risque des travailleurs.	L'Ontario a proposé d'achever en 2012 l'élimination progressive de son crédit d'impôt en faveur des fonds d'investissement des travailleurs.
<b>POLITIQUE BUDGÉTAIRE ET FÉDÉRALISME FISCAL</b>	
Poursuivre l'effort au niveau provincial pour accorder aux villes plus d'autonomie en vue du financement de leurs missions de dépenses.	Aucune mesure prise.
Faire en sorte que les municipalités recourent davantage à l'impôt immobilier et aux redevances d'utilisation, tout en allégeant l'impôt immobilier sur les entreprises. À mesure que leur base d'imposition sera plus viable, réduire le poids des transferts provinciaux dans le financement des collectivités locales.	Aucune mesure importante n'a été prise.
<b>POLITIQUE SOCIALE ET MARCHÉ DU TRAVAIL</b>	
Supprimer les dispositions contractuelles de départ obligatoire à la retraite.	Aucune mesure prise. Le gouvernement fédéral et le Nouveau-Brunswick interdisent néanmoins la mise à la retraite obligatoire.
Adopter un système plus rigoureux d'évaluation des mesures actives du marché du travail et rendre ces mesures plus efficaces.	Des évaluations sommaires des prestations d'Assurance-emploi et des mesures d'aide ont été réalisées dans la totalité des provinces et territoires, les résultats étant disponibles pour 12 d'entre eux. Les résultats pour les autres devraient être connus au cours de l'été 2010.

Recommandations	Mesures prises depuis la précédente <i>Étude</i> (juin 2008)
<b>POLITIQUE SOCIALE ET MARCHÉ DU TRAVAIL</b>	
Continuer de mettre au point des procédures améliorées d'évaluation et de reconnaissance des diplômes étrangers et élaborer des programmes de formation individualisés afin d'améliorer le niveau d'alphabétisation des immigrés et leur connaissance des langues officielles du Canada.	Le Plan d'action économique du Canada de 2009 comportait 50 milliards CAD sur deux ans pour l'action des autorités publiques visant à remédier aux obstacles à la reconnaissance des diplômes. En novembre 2009, le Cadre pancanadien pour l'évaluation et la reconnaissance des qualifications étrangères, engagement conjoint des autorités fédérales, provinciales et territoriales, a été annoncé.
Mettre fin au régime différencié de financement public des services de garde d'enfants selon qu'ils sont ou non à but lucratif dans les provinces où cette différence de traitement subsiste.	Aucune mesure connue n'a été prise.
Faire en sorte que les ajustements actuels du Régime de pension du Canada (RPC) soient actuariellement neutres pour les travailleurs de 60 à 65 ans, assouplir les restrictions à la constitution de droits à pension et supprimer la clause de cessation d'activité.	En mai 2009, les co-gérants du RPC sont convenus de rétablir progressivement la neutralité actuarielle des ajustements des prestations de retraite du RCP en cas de retraite précoce (60 à 64 ans) ou tardive (66 à 70 ans). Autres modifications : suppression de la condition de la cessation d'activité, extension de la couverture aux personnes autrement éligibles aux prestations de retraite qui continuent de travailler ou reprennent une activité et augmentation du nombre d'années pouvant ne pas être prises en compte dans le calcul de la pension de retraite.
Mettre en place un système de bonus-malus pour l'assurance chômage, ou limiter l'accès à l'assurance chômage pour les travailleurs saisonniers ou temporaires.	Aucune mesure prise.
<b>POLITIQUE DE L'ÉNERGIE ET POLITIQUE ENVIRONNEMENTALE</b>	
Envisager la mise en place d'une taxe (fédérale) sur les émissions de GES complétant le système d'échange de droits d'émission. Les niveaux inférieurs d'administration pourraient aussi recourir davantage aux droits d'accise environnementaux et aux taxes de congestion.	Le gouvernement fédéral ne prévoit pas actuellement d'introduire une taxe sur les émissions. La Colombie-Britannique et le Québec ont mis en place des prélèvements sur les combustibles fossiles.
Évaluer régulièrement la tarification et les droits relatifs à l'eau pour assurer une utilisation efficace de cette ressource. Vérifier que les procédures d'allocation de l'eau et de transfert de licences en Alberta atteignent leurs objectifs de conservation tout en minimisant les effets sur l'exploitation des sables bitumineux.	Les résultats des enquêtes et des rapports montrent que les municipalités canadiennes adressent aux marchés des signaux qui sont de plus en plus adaptés, au bénéfice de la préservation des ressources en eau. L'utilisation de l'eau dans l'exploitation des sables bitumineux est réglementée par un système de licences et de surveillance. Le Cadre intérimaire de gestion de l'eau prescrit à quel moment et en quelle quantité l'eau peut être prélevée dans le cours inférieur de la rivière Athabasca pour l'exploitation des sables bitumineux. Les exploitations de sable bitumineux du nord de l'Alberta recyclent jusqu'à 90 % de l'eau qu'elles utilisent.
Continuer d'utiliser plus largement les instruments économiques. Assurer la compatibilité du système national prévu d'échange de droits d'émission avec ceux des États-Unis et/ou de l'Union européenne.	Le gouvernement fédéral s'est engagé à élaborer et mettre en œuvre à l'échelle de l'Amérique du Nord un système de plafonnement et d'échange pour les gaz à effet de serre. Harmoniser la politique canadienne avec celle des États-Unis est un objectif important pour le gouvernement fédéral.
Surveiller les émissions dans le secteur des transports. Introduire une taxe sur les carburants (carbone) pour compléter les normes.	Des droits d'accise sur les carburants automobiles sont perçus à la fois au niveau fédéral et au niveau provincial. Certaines provinces (Québec et Colombie-Britannique) ont également mis en place des taxes/prélèvements sur le carbone en fonction de leurs objectifs environnementaux spécifiques. Le gouvernement fédéral a récemment annoncé des réglementations harmonisées avec celles des États-Unis pour réduire les émissions de gaz à effet de serre des véhicules neufs.
<b>POLITIQUE DE L'ÉNERGIE ET POLITIQUE ENVIRONNEMENTALE</b>	
Libéraliser les marchés de l'électricité dans les provinces où ils sont encore réglementés. Libéraliser les échanges de produits et services énergétiques entre les provinces en finalisant le chapitre « énergie » de l'Accord sur le commerce intérieur.	Le gouvernement fédéral s'emploie activement, avec les provinces et les territoires, à libéraliser et améliorer les échanges d'énergie sur le territoire canadien.

Recommandations	Mesures prises depuis la précédente <i>Étude</i> (juin 2008)
Évaluer l'efficacité de la politique de promotion de l'éthanol de maïs et de cellulose et d'autres biocarburants. Plutôt que de rendre l'utilisation obligatoire, accorder davantage de subventions à la recherche ou de récompenses pour percée technologique si une taxe sur le carbone ou un régime de permis négociable sont irréalisables dans l'agriculture.	Le gouvernement fédéral continue d'examiner les avantages et les coûts que peuvent avoir à terme les mesures concernant les biocarburants. Il a accordé 500 millions CAD à Technologies du développement durable Canada pour créer le Fonds de biocarburants PROGen, qui investira dans les grands projets innovants de démonstration des technologies de prochaine génération concernant les biocarburants.
Réexaminer régulièrement la procédure d'octroi de droits sur les sables bitumineux et supprimer l'obligation d'exploitation/ de production afin de rendre le dispositif compatible avec les objectifs de viabilité de l'Alberta.	Aucune mesure connue n'a été prise.
POLITIQUE AGRICOLE	
Mettre fin aux régimes de régulation de l'offre en faisant jouer progressivement les forces du marché, en particulier en diminuant les transferts liés aux produits pour le lait et les œufs.	Aucune mesure prise.
Envisager l'utilisation d'instruments de gestion des risques pour remplacer les filets de sécurité publics qui sont créateurs d'aléa moral et grèvent énormément le budget.	Les autorités fédérales, provinciales et territoriales procèdent actuellement à un examen des programmes de gestion des risques pour faire en sorte que ces programmes atteignent leurs objectifs du point de vue de l'aide qu'ils doivent apporter aux exploitants pour gérer leurs risques.
Réaliser régulièrement une enquête sur l'utilisation des pesticides, comme cela se fait dans d'autres pays.	L'Agence de réglementation de la lutte antiparasitaire (ARLA) de Santé Canada collecte chaque année depuis 2007 des données sur les ventes de pesticides auprès des titulaires d'une homologation. L'agence collecte également depuis 2002 des données sur l'utilisation des pesticides auprès de multiples sources, publiques et privées.





Extrait de :  
**OECD Economic Surveys: Canada 2010**

Accéder à cette publication :  
[https://doi.org/10.1787/eco\\_surveys-can-2010-en](https://doi.org/10.1787/eco_surveys-can-2010-en)

**Merci de citer ce chapitre comme suit :**

OCDE (2010), « Mesures macroéconomiques et relatives au secteur financier destinées à étayer la reprise », dans *OECD Economic Surveys: Canada 2010*, Éditions OCDE, Paris.

DOI: [https://doi.org/10.1787/eco\\_surveys-can-2010-4-fr](https://doi.org/10.1787/eco_surveys-can-2010-4-fr)

Cet ouvrage est publié sous la responsabilité du Secrétaire général de l'OCDE. Les opinions et les arguments exprimés ici ne reflètent pas nécessairement les vues officielles des pays membres de l'OCDE.

Ce document et toute carte qu'il peut comprendre sont sans préjudice du statut de tout territoire, de la souveraineté s'exerçant sur ce dernier, du tracé des frontières et limites internationales, et du nom de tout territoire, ville ou région.

Vous êtes autorisés à copier, télécharger ou imprimer du contenu OCDE pour votre utilisation personnelle. Vous pouvez inclure des extraits des publications, des bases de données et produits multimédia de l'OCDE dans vos documents, présentations, blogs, sites Internet et matériel d'enseignement, sous réserve de faire mention de la source OCDE et du copyright. Les demandes pour usage public ou commercial ou de traduction devront être adressées à [rights@oecd.org](mailto:rights@oecd.org). Les demandes d'autorisation de photocopier une partie de ce contenu à des fins publiques ou commerciales peuvent être obtenues auprès du Copyright Clearance Center (CCC) [info@copyright.com](mailto:info@copyright.com) ou du Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC) [contact@cfcopies.com](mailto:contact@cfcopies.com).