



Discours prononcé par John Murray  
sous-gouverneur à la Banque du Canada  
devant la Banque fédérale de réserve de San Francisco  
San Francisco (Californie)  
5 novembre 2013

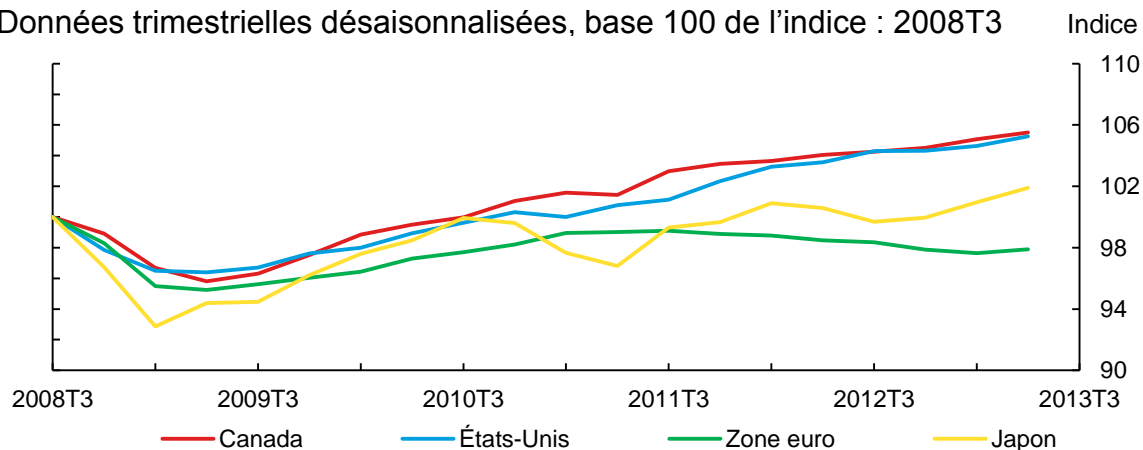
## Vers une croissance plus équilibrée et plus durable

### Introduction

Le Canada possède de nombreux points communs avec les économies émergentes d'Asie. À certains égards, nous aimerions leur ressembler davantage - surtout au chapitre de la croissance. Comme la plupart des pays asiatiques, le Canada a une économie très ouverte, qui est fortement influencée par ce qui se passe à l'extérieur de ses frontières, et tout particulièrement chez son voisin du sud. Malgré son système financier solide et la santé de ses finances publiques, le Canada a été gravement touché par la crise financière et, toutes proportions gardées, a souffert presque autant que les États-Unis au cours de la période 2008-2009, du fait de ses liens économiques et financiers étroits avec ce pays (**Graphique 1**).

### Graphique 1 : L'économie canadienne a été gravement touchée par la crise mais s'est rétablie

Données trimestrielles désaisonnalisées, base 100 de l'indice : 2008T3



Sources : Statistique Canada, Bureau d'analyse économique des États-Unis, Eurostat, Bureau du Cabinet (gouvernement du Japon)  
et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2013T2

Bien que l'activité au Canada se soit complètement rétablie, et qu'elle ait dépassé de beaucoup son niveau d'avant la crise, notre économie se trouve engagée dans un difficile processus de rééquilibrage et n'a pas encore réalisé une croissance qui s'autoalimente sans l'aide d'une politique monétaire exceptionnellement expansionniste.

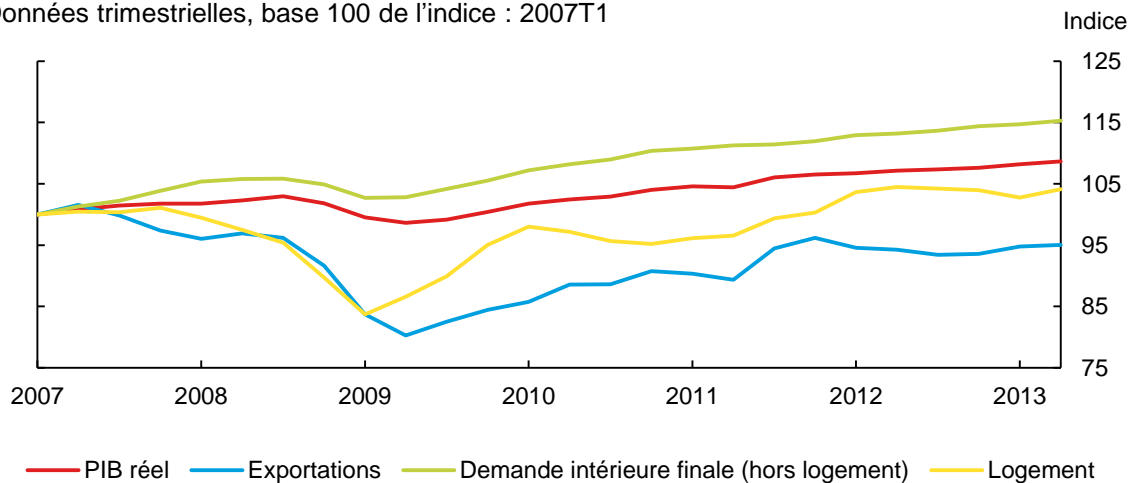
*Contrairement* à la plupart des pays d'Asie, le Canada espère réduire sa dépendance à l'égard de la demande intérieure excessive sur laquelle il a été contraint de s'appuyer lorsque son secteur des exportations s'est effondré, pour compter de plus en plus sur la demande extérieure (**Graphique 2**).

*Contrairement* à de nombreuses économies avancées et émergentes qui ont pâti des graves excès commis avant la crise, dans le cas du Canada, ce rééquilibrage devrait se caractériser par un retour au genre d'équilibre que le pays connaissait immédiatement avant 2007.

### **Graphique 2 : Le Canada doit réduire sa dépendance à l'égard de la demande intérieure**

Dollars enchaînés de 2007

Données trimestrielles, base 100 de l'indice : 2007T1



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2013T2

Le Canada se distingue par ailleurs de certains de ses partenaires commerciaux d'Asie sous d'autres rapports importants. Durant la majeure partie de la période écoulée depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale, nous avons appliqué un régime de changes flottants, c'est-à-dire sans contrôle des changes ou des capitaux. Nous sommes certes exposés à bon nombre des mêmes chocs externes que subissent d'autres économies ouvertes, mais nous avons toujours été d'avis qu'il est préférable de travailler avec les marchés plutôt que contre eux, et de permettre au système des prix de fonctionner. Cependant, il s'est parfois avéré difficile de « jouer selon les règles du jeu », en raison de l'effet de contagion créé par ceux qui ne le font pas. Quoi qu'il en soit, à long terme, notre régime flexible nous a été bénéfique.

## **La croissance phénoménale mais de plus en plus déséquilibrée de l'Asie**

Au cours des treize dernières années, l'Asie a connu une croissance phénoménale : sa part de l'activité économique mondiale est passée de 7 % pas plus tard qu'en 2000 (mesurée aux prix du marché) à près de 18 % en 2013 selon les estimations. Mesuré en parité de pouvoir d'achat, ce dernier chiffre serait encore plus impressionnant. Cette expansion s'est à l'occasion essoufflée, bien entendu, et elle n'est pas inédite - je songe ici à la fin du XIX<sup>e</sup> et au début du XX<sup>e</sup> siècle et à l'émergence du Royaume-Uni et des États-Unis. Mais une pareille croissance n'en demeure pas moins extraordinaire. Les pays émergents d'Asie ont contribué pour plus de 40 % de l'expansion économique mondiale ces dix dernières années, et des centaines de millions de personnes ont ainsi pu être tirées de la pauvreté extrême.

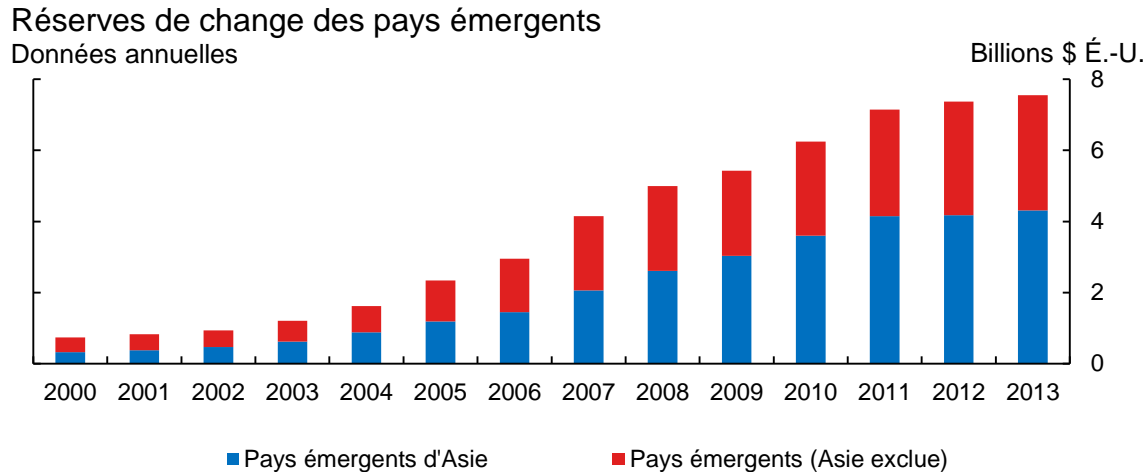
Comme la plupart des cas de développement économique réussi de l'après-guerre, le miracle asiatique s'est opéré à la faveur d'une croissance tirée par les exportations. Bien souvent, le processus a été favorisé par un régime de changes fixes, de même que par un système élaboré de contrôles des changes et des capitaux visant à établir et à maintenir la compétitivité internationale des pays de la région. Naturellement, on observe une variation considérable d'un pays à l'autre, au regard de la conjoncture économique, des dispositifs institutionnels et des stratégies de développement de chacun. Le portrait sommaire que je viens de brosser ne s'applique pas à tous. Et les pays asiatiques ne sont pas non plus les seuls à afficher de façon soutenue des balances extérieures excédentaires. Mais surtout, pour chaque excédent commercial, il doit y avoir un déficit égal qui le compense, de nombreux pays avancés s'étant empressés par le passé d'afficher un tel déficit.

Des déséquilibres pareils ne sont pas inhabituels, mais la mesure dans laquelle les capitaux se déplaçaient des pays émergents vers les pays avancés durant la période précédant la crise l'était. Cette situation était manifestement insoutenable. On peut tolérer que des pays relativement petits jouent ce jeu, mais lorsqu'ils atteignent une taille importante, la demande extérieure visant leurs produits finit par être saturée. Les réserves de devises accumulées par les économies émergentes depuis 2000 totalisent plus de 6 billions de dollars américains (**Graphique 3**).

## **La crise comme catalyseur du changement**

Quand la crise a éclaté, les marchés d'exportation des économies émergentes d'Asie ont soudainement implosé. Heureusement, bon nombre d'entre elles disposaient de la latitude voulue sur le plan de leurs politiques budgétaire et monétaire pour amortir le choc. Toutefois, la crise n'a fait que devancer un processus inévitable de rééquilibrage mondial. Les économies avancées avaient épuisé leurs lignes de crédit, et les économies émergentes commençaient à manquer de clients étrangers. Les économies avancées allaient devoir stimuler l'épargne intérieure pour se désendetter, et les économies émergentes allaient devoir compter sur leurs propres consommateurs pour assurer la croissance à l'avenir.

### Graphique 3 : Le miracle asiatique a généré d'énormes excédents et l'accumulation de réserves considérables



Source : Fonds monétaire international

Dernière observation : juin 2013

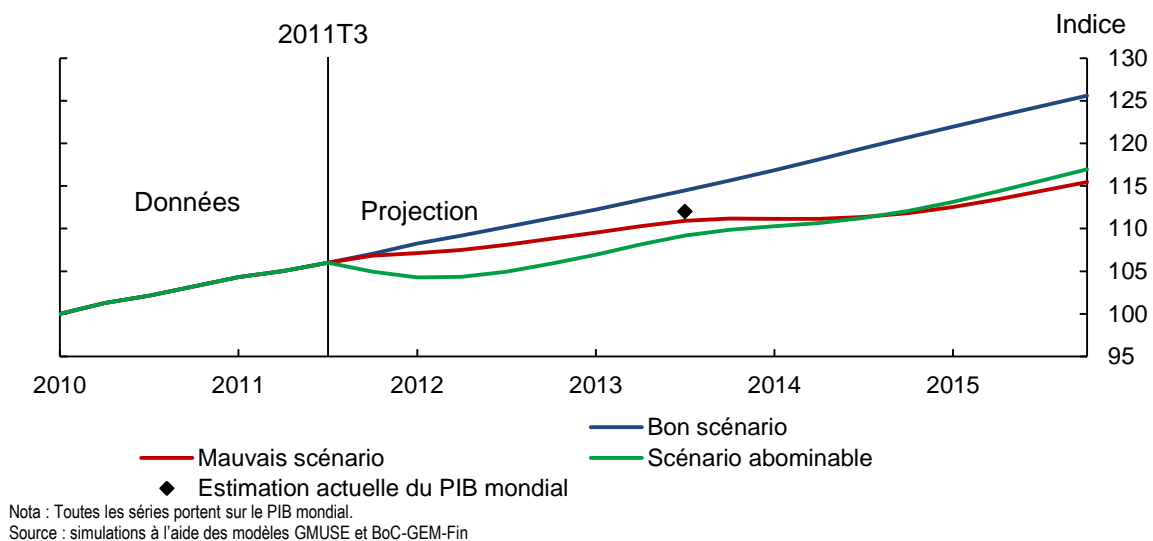
L'ambitieux plan de reprise économique que les dirigeants du G20 ont défini de concert au début de la crise, le Cadre du G20, visait à assurer une croissance forte, durable et équilibrée. Il comportait quatre volets essentiels qui se renforçaient les uns les autres : 1) un assainissement notable des finances publiques dans les pays surendettés; 2) une vaste réforme du secteur financier; 3) des réformes structurelles de grande ampleur pour améliorer les perspectives de croissance; et 4) un nécessaire rééquilibrage de la demande mondiale entre les pays en déficit et les pays en excédent, favorisé par des taux de change plus flexibles, déterminés par le marché. Puisque les trois premiers volets du plan auraient inévitablement des effets de contraction à court terme, une croissance économique tirée par la demande intérieure dans les pays affichant un excédent constituait un élément crucial du plan du G20 pour éviter la déflation à l'échelle mondiale. Les effets de confiance positifs susceptibles d'être associés aux promesses de rectitude budgétaire et de réformes structurelles majeures allaient probablement être limités et insuffisants, à eux seuls, pour corriger l'écart de production grandissant.

### Les progrès accomplis

Force est de reconnaître que la tenue de l'économie du globe a été décevante ces cinq dernières années. Comme il a été souligné dans divers communiqués publiés par le G20, la croissance n'a été ni forte, ni durable, ni équilibrée. Peu après la crise et l'annonce du Cadre du G20, les économistes de la Banque du Canada ont décidé de recourir à leur modèle de l'économie mondiale afin d'examiner trois scénarios très différents de l'évolution possible de celle-ci. Le premier, appelé le « bon » scénario, postulait que chaque joueur réalisait ce qu'il avait promis et que les quatre volets du plan étaient menés à bien. Il importe de souligner cependant qu'il ne s'agissait là en aucune façon d'un scénario à la « Boucles d'or », mais simplement d'un scénario susceptible de satisfaire sommairement aux exigences du Cadre du G20. Le deuxième scénario, dit le « mauvais », faisait l'hypothèse qu'initialement personne n'accomplissait ce qu'il était censé faire, mais que, après un long délai, tout le monde finirait par tenir

ses promesses. Sans cette hypothèse, le modèle et, présumément, l'économie mondiale exploseraient. Le troisième scénario était en fait pire que le mauvais, à tout le moins pour les premières années de la simulation, et nos économistes le qualifiaient d'« abominable ». Il consistait à faire seulement la moitié du travail. Plus précisément, seuls les trois premiers volets du Cadre du G20, qui étaient en soi déflationnistes, étaient mis en branle. On estimait le coût cumulé pour l'économie mondiale, attribuable au fait de suivre le mauvais scénario au lieu du bon au cours de 2012-2016, à 16 billions de dollars É.-U., soit 5,4 % du PIB mondial (**Graphique 4**). Le coût cumulé estimé du scénario abominable était encore plus élevé : quelque 18 billions de dollars É.-U., soit 5,8 % du PIB mondial.

**Graphique 4 : Trois scénarios : le bon, le mauvais et l'abominable**



Alors, où en est l'économie réelle du globe maintenant? Selon nos meilleures estimations, elle se situe quelque part entre le bon et le mauvais scénario, mais, en vérité, un peu plus près du mauvais. Les résultats en ce qui a trait aux quatre principaux éléments du Cadre du G20 ont été contrastés. Des progrès considérables ont été réalisés sur le plan de la réforme financière et de l'assainissement budgétaire, parfois trop dans le deuxième cas, mais beaucoup moins a été accompli en matière de réforme structurelle et de rééquilibrage à l'échelle mondiale. N'eût été le soutien fourni par les mesures exceptionnelles de relance monétaire, le résultat aurait été bien pire, quelque part entre le mauvais scénario et l'abominable. Cependant, cette situation est insoutenable. La politique monétaire n'apporte qu'un soutien temporaire, elle ne peut servir de substitut à une réforme plus fondamentale et à un ajustement économique.

### Des signes prometteurs à l'horizon

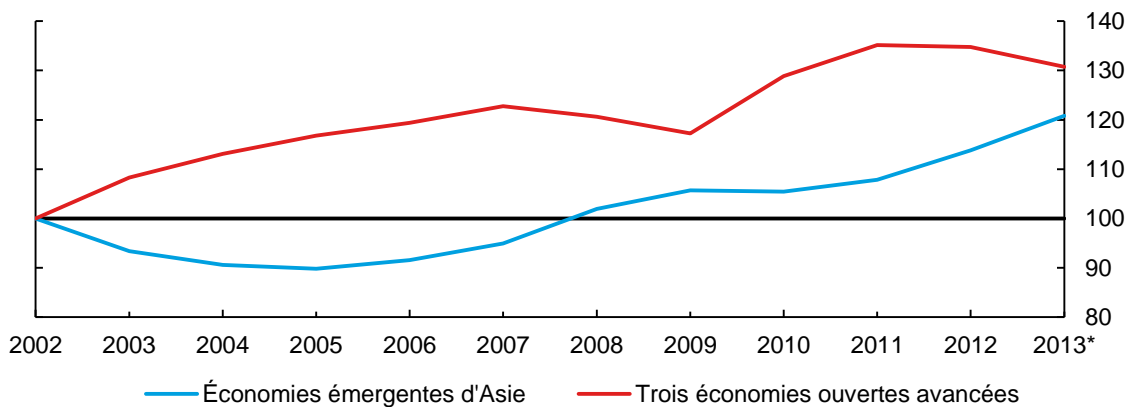
Heureusement, des signes positifs se profilent à l'horizon. Les économies avancées semblent se ressaisir. Les conditions préalables à un retour à une croissance plus forte sont présentes aux États-Unis. L'Europe est sortie d'une récession d'une durée de six trimestres et progresse, quoique lentement, dans la mise en œuvre de ses réformes. Le Japon a lancé avec succès le premier volet de son programme dit des « trois flèches ». La croissance a fléchi dans certains

pays émergents récemment, en réaction au resserrement passé des politiques, à l'accumulation de goulots d'étranglement du côté de l'offre et aux turbulences des marchés financiers. Toutefois, la Chine semble avoir stabilisé sa croissance économique à un taux soutenable et solide d'environ 7,5 % (qui correspond fort à propos à son taux de croissance cible).

Ce qui compte plus encore peut-être, la Chine et plusieurs autres pays asiatiques semblent libéraliser leur économie, en permettant une plus grande flexibilité de leurs prix et de leurs taux de change et en facilitant le processus d'ajustement (**Graphique 5**).

### **Graphique 5 : Les économies émergentes d'Asie affichent des taux de change plus flexibles**

Données annuelles pondérées en fonction du PIB, base 100 de l'indice : 2002



\* Les estimations du PIB pour 2013 sont tirées de la livraison d'octobre 2013 des *Perspectives économiques mondiales* du FMI. Les taux de change effectifs réels de la Banque des Règlements Internationaux pour 2013 représentent une moyenne des neuf premiers mois de l'année.  
Nota : Les économies émergentes d'Asie sont la Chine, la Thaïlande et la Malaisie. Les trois économies ouvertes avancées sont l'Australie, le Canada et la Suisse.  
Sources : Banque des Règlements Internationaux, *Perspectives économiques mondiales* du FMI et calculs de la Banque du Canada Dernière observation : 2013T3

Il existe un risque toutefois que l'intensification récente de la volatilité sur les marchés financiers, en raison du ralentissement anticipé du rythme des achats d'actifs aux États-Unis, incite certains pays à imposer des mesures additionnelles de contrôle des changes et des capitaux et à intervenir plus énergiquement. De fait, on observe un tout nouvel engouement pour ces outils dans la communauté internationale, du moins quand ils sont utilisés de façon temporaire et ciblée aux fins de stabilisation macroprudentielle à l'échelle du globe. Il importe cependant qu'aucune mesure palliative à court terme ne puisse venir interrompre le rééquilibrage et le processus nécessaire de normalisation en cours au sein de l'économie mondiale. Certains peuvent se cacher derrière cette attitude plus tolérante pour poursuivre les pratiques regrettables suivies antérieurement. Toutefois, la conséquence serait uniquement de nous faire revivre les épisodes désagréables survenus par le passé.

Le désengagement des politiques exceptionnelles mises en œuvre par plusieurs économies avancées afin de soutenir la croissance sera difficile. Comme de nombreux observateurs l'ont indiqué : « Nous sommes en terrain inconnu. » Il reste qu'à tout le moins, les motivations des pays qui retirent ces politiques - et de ceux qui se ressentent des effets de ce retrait - devraient être compatibles. Personne ne devrait souhaiter que les économies avancées se désengagent de ces politiques trop tôt ou trop tard et personne ne profite de turbulences

excessives sur les marchés. Nous connaissons sans nul doute des épisodes de volatilité accrue, mais les économies avancées sont déterminées à se montrer aussi transparentes que possible afin de réduire les surprises au minimum et de faciliter le processus d'ajustement.

Il est essentiel que les pays jouent selon les règles du jeu et respectent les engagements que bon nombre d'entre eux ont pris dans le contexte du Cadre du G20. Les pressions inopportunes émanant de taux de change qu'on empêche de varier, de flux de capitaux qui sont dirigés ailleurs et de réserves démesurées qu'on cherche à détenir dans des valeurs refuges placent souvent les petites économies ouvertes comme le Canada dans une position difficile et, ce qui est plus critique, entravent le processus d'ajustement international.