



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Discours prononcé par Stephen S. Poloz
gouverneur de la Banque du Canada
Chambre de commerce de Halifax
Halifax (Nouvelle-Écosse)
18 mars 2014

Redéfinir les limites à la croissance

Introduction

Joyeuse fête de la Saint-Patrick en retard. J'espère que tout le monde est en forme.

Aujourd'hui, je veux vous parler d'un différent type de mal de tête : la période prolongée de croissance économique modeste que nous connaissons ici au Canada, mais aussi à l'échelle du globe.

L'économie canadienne est en phase de reprise depuis 2009, soit depuis quatre ans. Pourtant, la croissance qu'elle affiche est encore loin d'être comparable à celle enregistrée dans les années précédant la crise. De même, le rythme d'expansion de l'économie mondiale a correspondu, en moyenne, seulement aux deux tiers environ de celui observé pendant les quatre années antérieures à la crise.

Si vous pensez qu'une croissance aussi faible dans une phase de reprise est inhabituelle, vous avez raison. Il est également inhabituel que cette faiblesse dure aussi longtemps. Vous pourriez très bien vous demander : Alors, qu'est-ce qui nous attend? Sur quoi pouvons-nous compter?

Il y a différentes façons de voir les choses. Certains sont d'avis que ce sont les derniers soubresauts de la crise qui entravent encore l'expansion, alors que d'autres soutiennent que nous sommes confrontés à une tendance plus lente de long terme. Bref, il y a deux réponses : d'une part, le chèque a été posté et, d'autre part, c'est le mieux qu'on puisse faire.

La véritable réponse est que c'est compliqué. Les deux points de vue sont pertinents. J'aimerais profiter de ce moment avec vous aujourd'hui pour traiter des forces qui freinent la croissance économique au Canada et dans le monde. J'espère qu'à la fin, mes propos vous auront éclairés quelque peu sur l'analyse faite par la Banque de l'expérience que nous vivons, et que vous pourrez ainsi prendre des décisions financières raisonnables et avisées pour vous-mêmes et vos familles, vos entreprises et votre avenir.

La crise financière mondiale

Commençons par la crise financière. Étant d'envergure internationale, elle a, à juste titre, beaucoup retenu l'attention. En très peu de temps, le PIB mondial a chuté de plus de 3 % et des millions d'emplois ont été perdus. Ici au Canada, ces pertes se sont chiffrées à près d'un demi-million d'emplois, et le PIB a reculé de plus de 4 %.

La réaction des autorités à l'échelle du globe a été rapide et exceptionnelle. Les taux directeurs ont été réduits radicalement et portés à près de zéro dans bon nombre de pays avancés; les banques centrales des économies au centre de la crise ont assoupli encore davantage les conditions monétaires en ayant recours à l'assouplissement quantitatif. Les pays du G20 ont aussi mis en œuvre des politiques budgétaires expansionnistes coordonnées et sans précédent.

Il ne fait aucun doute que ces politiques ont donné de bons résultats. Quoi qu'on pense du résultat final, nous reconnaissons tous que la situation aurait pu être bien pire; de fait, ces mesures de politique concertées ont peut-être permis d'éviter une dépression généralisée d'envergure mondiale.

Néanmoins, à mesure que le temps passe, il est raisonnable de se demander pourquoi la croissance n'est pas encore retournée aux niveaux tendanciels qu'elle affichait avant la crise. Une explication communément admise est que, historiquement, une reprise est toujours plus longue à la suite d'une crise financière que lorsqu'elle survient dans un cycle économique plus normal. Dans cette optique, une période d'expansion modeste succédant à une crise financière peut encore être considérée comme *cyclique*, en ce sens qu'elle finira par se révéler temporaire. Une fois les bilans assainis, la croissance devrait retourner à son niveau historique tendanciel - sans oublier qu'avant la crise, la croissance aux États-Unis, et dans presque tout le reste du monde, était exceptionnelle, si bien que la véritable tendance historique précède la crise. Néanmoins, comme le moment où cela se produira est incertain, cette approche me rappelle cette bonne vieille excuse : « Désolé, mais le chèque a été posté ».

Plus qu'une gueule de bois

Il reste que l'économie mondiale ne souffre peut-être pas seulement d'une gueule de bois due à un lendemain de crise financière. D'autres forces à plus long terme sont aussi à l'œuvre. Certains analystes estiment que nous pourrions être aux prises avec une longue période de stagnation séculaire. Selon cet autre courant de pensée, il serait possible que l'économie tourne nettement en deçà de la normale, ce qui se traduirait par un grand nombre de personnes en chômage ou sous-employées pendant encore longtemps. Comme gens d'affaires, vous devez comprendre cette possibilité et l'importance qu'il convient d'y accorder. Comme dirigeant de banque centrale, je dois les comprendre aussi.

Entrons dans le vif du sujet. La croissance économique à long terme repose sur deux facteurs : 1) la croissance de l'offre de main-d'œuvre, qui est reliée à celle de la population et aux changements dans la composition de cette dernière, ou ce qu'on appelle « évolution démographique », et 2) la croissance de la productivité, terme utilisé par les économistes pour décrire l'efficacité avec laquelle nous produisons des biens et services. À titre d'exemple, si la

croissance tendancielle de l'offre de main-d'œuvre se situait à 2 % et celle de la productivité à 1 %, la croissance tendancielle de l'économie se chiffrerait à quelque 3 %.

La productivité pourrait à elle seule faire l'objet d'un discours, mais je vais vous épargner cela. Permettez-moi tout de même de décrire brièvement le rôle qu'elle joue avant de m'attarder sur les forces démographiques à l'œuvre.

La croissance de la productivité fluctue autour d'une tendance à long terme, étant généralement atone pendant une récession et dans les premières phases d'une reprise, et plus vigoureuse en périodes d'expansion économique. C'est donc dire que la faiblesse de la croissance de la productivité depuis la crise financière est peut-être symptomatique d'une gueule de bois due à un lendemain de crise. De fait, au Canada, les données les plus récentes indiquent que la croissance de la productivité a augmenté au deuxième semestre de 2013 pour avoisiner 2 %, ce qui est très prometteur. Dans sa projection pour les deux prochaines années, la Banque anticipe que l'incertitude continuera à s'atténuer, ce qui stimulera les investissements et la création de nouvelles entreprises, puis que la croissance de la productivité dépassera sa moyenne de 30 ans.

Une question d'évolution démographique

L'autre ingrédient de l'expansion de la production potentielle au Canada est la main-d'œuvre. J'aborderai donc la question de l'évolution démographique, en commençant par un fait immuable et un bref rappel. Premièrement, nous vieillissons un peu plus chaque jour et deuxièmement, les baby-boomers - oui, j'en fais partie - représentent la plus grande cohorte démographique au Canada.

Quand on parle d'évolution démographique, on fait souvent référence à la main-d'œuvre : à mesure que les baby-boomers prennent leur retraite et quittent la population active, la contribution de la main-d'œuvre à la croissance potentielle de l'économie décroît. C'est une situation que l'on observe déjà. En 2011, le taux de croissance de la population de Canadiens en âge de travailler a glissé sous celui de l'ensemble de la population, renversant une tendance de près de 50 ans. La Banque s'attend à ce que l'an prochain la contribution de la main-d'œuvre à la croissance potentielle de l'économie aura diminué de moitié par rapport à ce qu'elle était en 2007. Voilà pour l'évolution de la main-d'œuvre, et elle a un effet modérateur.

L'évolution démographique comporte une autre dimension, qui retient moins l'attention, mais mérite un examen attentif si on veut comprendre pleinement ce que l'avenir nous réserve.

À mesure que les gens franchissent différentes étapes de leur vie, leurs habitudes de dépense et d'épargne se modifient. Pensons aux étudiants qui contractent des prêts pendant leurs études collégiales ou universitaires. Un peu plus tard, les gens fondent une famille, ce qui suppose habituellement un emprunt important dès le départ pour acheter une maison. En vieillissant, nous avons tendance à mettre la pédale douce en ce qui a trait à l'accumulation de dettes, nous remboursons celles que nous avons et commençons à épargner. À l'approche de la retraite, nous épargnons davantage et nous constituons un patrimoine. En règle générale, environ quinze ou vingt ans avant la retraite, les gens s'emploient sérieusement à remplir leur bas de laine.

Les faits démontrent effectivement que les ménages canadiens s'enrichissent, ce qui est positif. Les données parues le mois dernier indiquent que, malgré la crise financière et la Grande Récession, la valeur nette a fortement augmenté pour tous les groupes d'âge entre 1999 et 2012.

Parlons maintenant des baby-boomers. La masse de personnes faisant partie de cette génération occupe une place énorme dans les graphiques. Nés entre 1946 et 1964, les plus jeunes franchissent le cap des 50 ans cette année. Ce que nous observons maintenant, c'est une poussée démographique très prévisible qui se traduit par davantage de gens qui épargnent davantage. C'est Dame nature au travail et c'est là que ça devient intéressant.

Pourquoi un dirigeant de banque centrale s'intéresse-t-il à cette question? Premièrement, les décisions financières prises par des personnes en particulier sont certes importantes pour elles. Mais lorsqu'un large pan de la population prend des décisions similaires, les conséquences de celles-ci sur l'ensemble de l'économie peuvent être notables. Deuxièmement, là où les gens décident de stocker leurs richesses revêt également une très grande importance.

La répartition a son importance

Je ne vous apprendrai rien en vous disant que les Canadiens aiment leurs maisons. Une large part de notre patrimoine est constituée de biens immobiliers. Cette situation remonte à avant la crise, et elle a été exacerbée par cette dernière. Vous vous rappellerez sans doute - peut-être même en avez-vous fait l'expérience - que dans les années 1990, la part de la richesse des ménages investie dans les actifs financiers, comme les actions, augmentait plus rapidement que celle investie dans l'immobilier.

Mais depuis, l'immobilier est devenu plus attrayant et sa proportion dans l'actif total des ménages est plus grande. Dans un contexte marqué par l'éclatement de la bulle technologique, la faillite d'Enron et d'autres scandales impliquant des entreprises, le bas niveau des taux d'intérêt rendant les paiements hypothécaires gérables et la popularité grandissante du cocooning, le logement était de plus en plus perçu comme un investissement de choix et sûr. Pour l'ensemble du secteur des ménages, les biens immobiliers représentaient 40 % de l'actif total en 2012, contre 32 % en 1999, ce qui correspond à une hausse assez importante.

Les économistes ont leur propre façon d'interpréter ces tendances. Nous voyons certaines formes d'actifs principalement comme des « réserves de valeur », alors que d'autres transitent par le système et servent à financer les investissements et à renforcer la capacité de production de l'économie. L'épargne utilisée pour financer les infrastructures et les investissements des entreprises est dite « productive », ce qui peut contribuer à améliorer la productivité, tandis qu'on considère que l'épargne affectée au logement est moins susceptible d'accroître la capacité de production de l'économie.

Ce déplacement vers le logement, qu'on observait aussi dans bon nombre de pays développés avant que la crise frappe, pourrait avoir contribué à ralentir le rythme de croissance de la productivité.

La prise en compte du facteur crise

Fait important, les répercussions de la crise financière ont concouru à l'amplification de certains de ces effets. Il est tout à fait logique de s'attendre à ce qu'il y ait des interactions entre les tendances séculaires et les variations cycliques - et c'est certainement le cas de la tendance de l'épargne liée à la dynamique démographique et de la crise.

Comme je l'ai mentionné, la crise a durement touché la demande mondiale, créant une incertitude immense et persistante qui a pesé sur la demande d'investissements fixes des entreprises dans le monde. Dans de nombreux pays, la crise a aussi provoqué une réduction du levier d'endettement des ménages et des banques, sans oublier l'assainissement budgétaire.

Il en a résulté une augmentation de l'épargne à l'échelle du globe induite par la crise. On observait déjà une volonté d'épargner davantage liée à la dynamique démographique dans les économies avancées et des flux d'épargne considérables en provenance des marchés émergents. Puis, à la faveur d'une réduction généralisée de l'effet de levier, la crise a donné un élan supplémentaire à l'épargne globale dans le monde. Naturellement, cela se traduit par une faible demande globale.

Étant une économie tributaire du commerce, le Canada ressent directement ces effets. La morosité de la demande mondiale limite la progression de nos exportations, et l'incertitude qui l'entoure freine les investissements des entreprises dans les bâtiments, le matériel et les logiciels.

En d'autres termes, les forces démographiques et la gueule de bois lancinante provoquée par la crise financière vont dans le même sens : elles limitent nos possibilités de croissance.

La réaction des pouvoirs publics et les perspectives de croissance

J'ai fini par répondre à ma propre question, à savoir pourquoi un dirigeant de banque centrale s'intéresse à l'évolution démographique. Ce n'est pas seulement parce que nous nous sentons interpellés - et, croyez-moi, c'est bien le cas. Mais pour faire notre travail correctement, nous devons comprendre toutes les forces qui entrent en jeu dans l'économie canadienne, et surtout, les répercussions de nos propres interventions.

Au pays, le bas niveau du taux directeur a incité les Canadiens à investir encore plus dans l'immobilier. La reprise au Canada a, en quelque sorte, été favorisée par le renforcement de l'activité déjà observé, qui était alimenté par les forces démographiques sous-jacentes.

Toutefois, nous savons que nous ne pouvons pas compter seulement sur le logement pour soutenir l'expansion de l'économie canadienne. Nous croyons que la gueule de bois dont ont souffert les États-Unis au lendemain de la crise est en train de s'atténuer, et l'activité se raffermir. Ce raffermissement entraînera inévitablement un accroissement des exportations canadiennes et, à la faveur de la diminution de l'incertitude qui s'ensuivra, une hausse des investissements

dans la capacité de production du Canada, notamment la création d'un plus grand nombre d'entreprises, - et la rotation tant attendue de la croissance.

Cela ne se produira pas nécessairement de façon linéaire. Même si nous nous attendons encore à ce que la croissance de l'économie canadienne soit supérieure au niveau tendanciel cette année et l'an prochain, les données récentes laissent entrevoir un taux d'expansion plus modeste au cours du premier trimestre. Cela semble attribuable principalement aux effets des conditions météorologiques inhabituelles, mais une analyse plus approfondie s'impose. De même, pour ce qui est de l'inflation, bien que l'inflation mesurée par l'indice de référence ait été légèrement plus élevée pendant deux mois, ce qui est rassurant, la plupart des analystes anticipent que les données sur l'inflation publiées plus tard cette semaine seront en légère baisse, en raison d'une forte variation enregistrée en février l'an dernier. Abstraction faite de cette volatilité à court terme, l'inflation semble encore se maintenir aux environs de 1,2 %, à un ou deux dixièmes près.

Bien que nous entrevoyions une expansion proche de 2,5 % au cours des deux prochaines années, le taux de croissance de la production potentielle au Canada devrait avoisiner 2 % en moyenne. C'est pourquoi nous disons qu'il faudra en gros deux ans avant que la marge de capacités excédentaires se résorbe et que l'inflation retourne près de notre cible de 2 %. À plus long terme, on s'attendrait normalement à ce que l'économie canadienne progresse au même rythme que la production potentielle, qui, comme je l'ai dit, se chiffre aux environs de 2 % - ce qui tient compte d'un taux d'augmentation de la productivité de 1 à 1,5 % environ et d'une diminution graduelle de la contribution de la croissance de la population active découlant de l'évolution démographique dont j'ai parlé plus tôt.

Par conséquent, n'eussent été les perspectives démographiques, l'expansion au pays suivrait une trajectoire plus élevée. C'est dans ce sens que les forces démographiques contribuent à définir les limites à la croissance au Canada.

À l'échelle du globe, toutefois, la possibilité d'une stagnation séculaire doit être prise au sérieux. L'action conjuguée de l'atonie de la demande, de la faiblesse des investissements et de l'épargne élevée pourrait avoir une incidence sur ce que les économistes appellent taux wicksellien ou taux d'intérêt réel d'équilibre. Cette notion repose sur une théorie rigoureuse, dont je vous ferai grâce, mais selon laquelle les taux d'intérêt pourraient rester plus bas que ce que nous avons connu dans le passé, pendant un moment encore, jusqu'à ce que certaines de ces forces de long terme se dissipent. Une conséquence particulière de cette théorie serait que même les taux d'intérêt directeurs extrêmement bas pourraient avoir un effet moins expansionniste qu'en temps normal.

Des raisons d'être optimistes

Lors des réunions du G20 tenues récemment à Sydney, en Australie, nous avons reconnu que l'économie mondiale n'a pas encore renoué avec une croissance forte, durable et équilibrée, et que les mesures conventionnelles ne peuvent guère stimuler davantage l'activité. C'est dans ce contexte que nous avons souligné l'importance des réformes structurelles pour la croissance à venir.

Afin de concrétiser cette notion, les pays du G20 se sont fixé comme objectif d'accroître collectivement le PIB mondial de 2 % au cours des cinq prochaines années, soit de quelque 0,4 % par an, en moyenne. Cet objectif semble peut-être modeste, mais il représente au total une hausse de 2 billions de dollars É.-U. dans le monde entier. C'est un gros coup de pouce au revenu, surtout qu'il ne nous coûterait pas grand-chose, car il viendrait des pays qui supprimeraient les obstacles structurels à la croissance.

Au nombre de ces obstacles, notons les barrières commerciales, les rigidités du marché du travail et d'autres facteurs qui rendent les économies inefficaces. Si votre auto a un problème qui l'empêche de rouler à sa pleine vitesse ou de façon optimale sur le plan énergétique, vous allez arriver en retard ou gaspiller beaucoup d'essence. C'est la même chose avec les économies : les obstacles structurels constituent des entraves à la croissance; en les éliminant, on peut redéfinir les limites à la croissance.

L'objectif d'accroître le PIB mondial de 2 % au cours des cinq prochaines années est raisonnable et le Canada le fait sien. Comme nous sommes une petite économie ouverte, nous avons la possibilité de recourir aux marchés extérieurs pour alimenter notre croissance, et ce, en développant nos entreprises internationales. Un grand nombre d'économies connaissent une expansion plus rapide que la nôtre et nous pouvons faire en sorte de profiter de ces vents favorables, qui nous aideront à surmonter certaines contraintes liées à la situation démographique du pays qui s'exercent sur la demande. Nous pouvons le faire maintenant, mais comme nos divers accords de libre-échange commencent à prendre forme, nous serons en mesure de le faire encore plus efficacement.

Lorsque nos exportations se redresseront et que la confiance se raffermira, la hausse des investissements des entreprises et la création d'entreprises entièrement nouvelles contribueront à accroître notre productivité et à contrebalancer certaines des contraintes associées à la situation démographique qui pèsent sur l'offre de main-d'œuvre. D'autres changements structurels peuvent aussi jouer un rôle à cet égard, comme l'amélioration de la compétitivité, l'élimination des barrières au commerce interprovincial et à la migration des travailleurs, et l'augmentation des investissements dans l'éducation, la formation et les infrastructures, pour n'en nommer que quelques-uns.

L'effet de n'importe lequel de ces changements structurels est bénéfique à toutes les parties : les entreprises y gagnent, parce qu'elles peuvent mieux planifier et assurer leur expansion; les consommateurs y gagnent, parce qu'il y a plus d'emplois et moins d'incertitude; et les gouvernements y gagnent aussi, car une croissance plus élevée facilite automatiquement la planification budgétaire. Une hausse de notre taux de croissance tendanciel de seulement 0,1 ou 0,2 point de pourcentage par an, grâce à des réformes structurelles de ce type, ferait grimper le revenu de 25 000 à 50 000 dollars sur 30 ans (durée typique d'une carrière) - cela en vaut certainement la peine.

Conclusion

C'est maintenant le temps de conclure.

Il y a plus de 40 ans, le Club de Rome a publié un livre intitulé *Halte à la croissance?* Selon ce groupe de réflexion mondial, les limites à la croissance concernent les ressources naturelles limitées et l'environnement. Bien qu'on ne sache pas avec certitude à quel moment on les atteindra, les arguments que le groupe fait valoir demeurent pertinents encore aujourd'hui.

Mais à l'intérieur de ce cadre, nous sommes capables de définir nos propres limites à la croissance. La crise financière nous a fait frôler la catastrophe, et nous nous employons encore à surmonter ses contrecoups à l'aide de politiques macroéconomiques et d'une nouvelle architecture financière mondiale.

Nous continuons de croire que l'économie du globe est en voie de rétablissement et que le Canada en profitera par le raffermissement de ses exportations. À partir de là, les investissements devraient s'accroître et de nouvelles entreprises devraient voir le jour. Cette évolution donnera lieu à l'émergence d'une trajectoire de croissance soutenue et naturelle au Canada, ainsi qu'au retour de l'inflation à notre cible de 2 %.

Cependant, les forces démographiques à l'œuvre donnent à penser qu'après la phase de reprise, l'économie s'inscrira dans une trajectoire d'expansion plus lente par rapport à la tendance historique, qui sera aussi associée à des taux d'intérêt d'équilibre plus bas que ceux auxquels nous sommes habitués. Heureusement, les décideurs publics à l'échelle du globe sont en mesure de redéfinir les limites à la croissance, en éliminant les obstacles qui l'entravent; mais, en tant que gens d'affaires et investisseurs, nous devons considérer ces efforts objectivement.

Le monde dans lequel nous vivons demeure complexe, et il peut y avoir des implications pour vos entreprises, vos épargnes personnelles et vos projets d'investissement. J'ose espérer que j'aurai contribué, aujourd'hui, à accroître votre compréhension de ces questions.