



**Discours prononcé par Paul Jenkins
premier sous-gouverneur de la Banque du Canada
devant l'Economic Club of Canada
Toronto (Ontario)
le 29 mars 2010**

LE TEXTE PRONONCÉ FAIT FOI

Au-delà de la reprise : pour une croissance économique soutenue

Bonjour. C'est un plaisir d'être ici.

John Maynard Keynes a dit que l'analyse avait pour but « de nous munir d'une méthode rationnelle et ordonnée pour résoudre les problèmes particuliers. [...] Telle est la nature du raisonnement économique¹. »

Voilà qui cadre tout à fait avec la tradition de l'Economic Club of Canada. Cet organisme offre une importante tribune d'analyse et de discussion d'enjeux économiques, dont – assurément – ceux auxquels nous avons dû réagir depuis le début de la crise financière mondiale. La Banque du Canada a livré son analyse et son point de vue sur ces enjeux, surtout en ce qui concerne l'évolution de la conjoncture nationale et internationale, les correctifs à apporter au chapitre des politiques et la meilleure façon de positionner l'économie canadienne à l'avantage de toute la population canadienne à moyen et à long terme.

La crise financière mondiale et la « Grande Récession » ont fait place à une reprise économique appuyée par des mesures de relance monétaire et budgétaire exceptionnelles. Dans nombre de pays, cependant, le retour à une pleine utilisation des ressources sera ralenti par la persistance d'écarts de production marqués et la nécessité de redresser les bilans des ménages et des institutions financières.

Cet après-midi, j'aimerais vous entretenir de l'environnement économique qui nous attend *au-delà* de la reprise. En un premier temps, je broserai un tableau d'ensemble de la réalité économique mondiale qui sera probablement la nôtre dans cinq à dix ans. Je discuterai ensuite de plusieurs domaines d'action importants des pouvoirs publics qui contribueront à façonner cette réalité et à favoriser une croissance économique soutenue. Pour terminer, je me pencherai sur certains des défis et des possibilités qui se présenteront aux entreprises canadiennes dans le monde économique fort différent de demain.

¹ J. M. Keynes, *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Paris, Payot, 1975, p. 298, collection Petite bibliothèque Payot.

Une réalité économique en mutation à l'échelle du globe

La réalité économique mondiale est appelée à changer considérablement au cours de la prochaine décennie. Pour avoir une idée de ce à quoi elle pourrait ressembler, il est utile d'examiner les conditions nécessaires à une expansion durable à l'échelle internationale, aussi bien que l'incidence probable des puissantes tendances qui ont modelé l'économie mondiale, et qui continueront de le faire.

Il apparaît évident que, collectivement, les Américains doivent accroître leur épargne et reconstituer la richesse du secteur des ménages. Il y a trop longtemps que les États-Unis consomment davantage qu'ils ne produisent. Cela signifie que, dans l'avenir, il faudra que les exportations nettes alimentent davantage l'expansion économique de ce pays – sous l'effet combiné d'une hausse des exportations et d'une baisse des importations –, la demande de consommation perdant de son importance comme source de croissance. De son côté, la Chine devra compter davantage sur la demande intérieure pour soutenir sa croissance. Ce déplacement de la demande à l'échelle internationale est un élément clé de la résolution des déséquilibres des balances courantes, déséquilibres qui ont joué un rôle marquant dans la genèse de la crise financière. Sans un tel déplacement, les ressources ne seront pas utilisées à plein, et l'expansion de l'économie mondiale ne sera ni aussi vigoureuse ni aussi durable qu'elle pourrait l'être.

À ces impératifs s'ajoutent de puissantes forces qui sont en train de transformer le paysage économique. L'une d'elles est la disparité probable des taux de croissance de la production potentielle (le taux de croissance qui peut être maintenu à long terme sans causer d'inflation ou de déflation) dans les cinq à dix prochaines années. On estime que ces taux se situeront entre 2 et 2 1/2 % dans les grandes économies industrialisées, et entre 5 et 8 % dans les grandes économies émergentes². La différence est largement attribuable au fait que les pays émergents ont un « rattrapage » à faire – en combinant la main-d'œuvre et une utilisation plus intensive du capital dans la production – et au fait qu'ils peuvent puiser dans un réservoir de main-d'œuvre vaste et grandissant.

Le déplacement de la demande et la disparité entre les taux d'augmentation de la production potentielle seront lourds de conséquences pour la configuration des flux commerciaux et les flux d'investissements. Même s'il n'est pas possible de donner des chiffres précis – selon que l'on utilise les taux de change du marché ou ceux définis en fonction de la parité des pouvoirs d'achat –, il est probable que les grandes économies émergentes assureront plus de 55 % de la production mondiale d'ici 2020, comparativement à environ 45 % aujourd'hui³.

Bien entendu, les variables et les incertitudes sont nombreuses à intervenir. Certains observateurs qualifient ces incertitudes d'« inconnues connues », mais une chose semble claire : la réalité économique sera tout autre dans dix ans.

Une tâche importante attend les pouvoirs publics : celle de façonner cette réalité au profit de tous, en éliminant certaines inconnues. Au sortir de la crise financière mondiale et de la Grande

² Au sein du G20, ces pays sont le Brésil, la Chine, l'Inde, l'Indonésie, le Mexique et la Russie.

³ Dans deux décennies, les économies émergentes réaliseront approximativement les deux tiers de la production mondiale, par rapport à environ un tiers au milieu des années 1980.

Récession, cette tâche consiste notamment à rétablir la confiance dans les marchés, en particulier les marchés financiers. La confiance est nécessaire si l'on veut que les marchés financiers évaluent correctement les actifs et répartissent le capital avec efficacité. Dans une perspective plus générale, un système fondé sur les prix demeure le moyen le plus efficace de répartir les ressources et de générer une croissance alimentée en premier lieu par le secteur privé. Le fait est que, pour s'enraciner de manière durable, la croissance économique doit venir principalement de la demande du secteur privé. Les pouvoirs publics ont un rôle important à tenir à cet égard en établissant des cadres de politique à moyen terme qui soient cohérents et qui orientent les attentes et réduisent l'incertitude.

Le rôle des pouvoirs publics

J'aimerais maintenant discuter de trois domaines où les pouvoirs publics concourront à la réalisation de cet objectif. Le premier est la *réforme du secteur financier*.

Un système financier stable et efficace constitue la pierre angulaire d'une économie saine et dynamique. À l'heure actuelle, les décideurs publics en sont à une étape clé des discussions multilatérales sur une réforme en profondeur du secteur financier. Les propositions présentées par le G20 s'articulent autour des objectifs suivants :

- accroître la quantité et la qualité des fonds propres bancaires;
- introduire en plus des plafonds de ratios de levier;
- hausser les niveaux de liquidité;
- atténuer la procyclicité;
- améliorer les marchés des produits dérivés de gré à gré;
- élaborer des plans d'urgence et de résolution de problèmes qui sont cohérents à l'échelle internationale pour les institutions d'importance systémique.

C'est là un travail important, qui vise à accroître la résilience du secteur financier en *améliorant* la réglementation et en la rendant *plus efficace*, et non en l'alourdissant.

Le deuxième domaine d'action des pouvoirs publics qui retient l'attention en ce moment est l'*assainissement des finances publiques*. La récession a obligé les gouvernements à intervenir et à prendre des mesures énergiques pour compenser le recul des dépenses privées. Or, pour que la croissance soit durable, il faut que ces mesures prennent fin et que les dépenses privées augmentent, ce qui revient à dire que l'épargne générée au sein des économies doit être redirigée vers le secteur privé pour y être utilisée. Selon les estimations du FMI, la dette des pays avancés membres du G20 atteindra en moyenne 118 % du PIB d'ici 2014, alors qu'elle était d'environ 78 % avant la crise⁴. En 2010, les déficits budgétaires de ces pays devraient totaliser près de 9 % du PIB.

La clarté des indications que donneront les gouvernements quant aux moyens et au rythme d'assainissement des finances publiques sera un facteur d'importance. Compte tenu de la taille

⁴ Voir le document du FMI intitulé *The State of Public Finances Cross-Country Fiscal Monitor: November 2009*, 3 novembre 2009, SPN/09/25, p. 13-15. Internet : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2009/spn0925.pdf>.

des déficits, des choix difficiles s'imposeront. Des communications claires à ce chapitre peuvent aider à gérer les attentes des marchés et à amoindrir l'incertitude.

Le troisième domaine d'action des pouvoirs publics a trait à l'*ouverture des marchés*. S'il est une leçon à tirer de la crise financière mondiale, c'est que le protectionnisme et les restrictions visant les mouvements de biens, de services, de capital et de main-d'œuvre ne profitent à personne. En tant que nation commerçante, nous le savons bien. La priorité doit être d'ouvrir les marchés et d'éliminer les obstacles au commerce et aux mouvements des capitaux afin que tous puissent prendre part à la réalité mondiale en mutation. Cette priorité vaut tout autant pour les marchés intérieurs du Canada. Il faut déployer des efforts renouvelés pour abolir les barrières commerciales intérieures, l'objectif étant de répartir les ressources le plus efficacement possible pour tirer parti des possibilités qu'offre le nouvel ordre économique mondial.

Permettez-moi de clore cette partie de mon exposé en vous livrant quelques réflexions supplémentaires quant à l'incidence de ces changements sur les grands pays émergents. Ces pays ont connu de francs succès au cours des dernières années. Ils ont réagi avec vigueur et rapidité à la crise financière et ont enregistré les taux de croissance les plus élevés sur la scène internationale. Forts de ces réussites, ils devraient être suffisamment confiants pour laisser les paramètres du marché intervenir d'une manière plus active au sein de leur économie. Ils devraient notamment assouplir leurs taux de change afin que les signaux transmis par les prix relatifs puissent contribuer à rééquilibrer et à soutenir l'expansion économique mondiale, pour ainsi renforcer les systèmes d'échanges commerciaux et les systèmes monétaires internationaux. Un autre grand axe du processus mis de l'avant par le G20 concerne justement la reconnaissance réciproque de la nécessité d'une collaboration des pouvoirs publics sur les fronts que je viens d'évoquer – réforme du secteur financier, assainissement des finances publiques, ouverture des marchés et assouplissement des taux de change –, et ce, à l'avantage de tous.

Je vais maintenant me tourner vers le secteur privé au Canada et discuter de certaines implications de la nouvelle réalité économique pour les entreprises de chez nous.

Les entreprises canadiennes face à la nouvelle réalité

Quelles seront les implications de la nouvelle donne mondiale pour les entreprises canadiennes? Comme je l'ai dit, à l'avenir, la demande du secteur privé devra prendre le relais du soutien de l'État comme moteur d'une croissance économique soutenue. La transition amènera les entreprises à évoluer, mais – et c'est là le plus important –, au-delà de cette période, le nouvel ordre économique international sera porteur de nombreuses possibilités. Pour tirer pleinement parti de ces débouchés, les entreprises devront avoir le goût du changement.

Une restructuration d'envergure est déjà en cours dans de nombreux secteurs de l'économie. Ainsi, celui des produits forestiers est aux prises depuis un certain temps avec un rajustement difficile. En Ontario, nous sommes tous au fait des difficultés auxquelles se heurte le secteur automobile. Plus généralement, les entreprises exportatrices du Canada ont dû s'adapter à un cours du dollar vigoureux, à une concurrence féroce de la part des économies émergentes et à la diminution du poids relatif des économies avancées, dans la demande mondiale, au profit des économies émergentes. Là se pose l'une des questions les plus importantes à laquelle l'industrie

canadienne devra répondre : quelle est la meilleure façon de composer avec les possibilités, et aussi avec les défis, que présentent les dynamiques économies émergentes?

La forte demande de ces pays à l'égard de matériaux, de produits finis et de services divers – entre autres juridiques, financiers et éducatifs – offre aux firmes canadiennes d'immenses débouchés. Et ces occasions en suscitent d'autres, qui touchent notamment la mise au point de produits et de services novateurs, la collaboration avec de nouveaux partenaires et l'occasion d'optimiser la répartition des activités effectuées au pays et à l'étranger. Autrement dit, les possibilités seront considérables et profiteront aux uns et aux autres. Mais pour en tirer parti, il faudra être disposé à s'engager activement sur ces nouveaux marchés. N'en doutez pas : reconnaître le potentiel de croissance de ces marchés, c'est reconnaître le pouvoir d'achat grandissant de ces pays et de leurs habitants.

Il est encourageant de constater que nombre d'entreprises canadiennes sont d'ores et déjà à l'œuvre et dotées de stratégies à long terme pour prendre pied sur les marchés des économies émergentes. Un trait commun à tous ces projets est qu'ils misent sur les avantages comparatifs du Canada, dont un système financier stable, une infrastructure fiable, des ressources naturelles abondantes et une main-d'œuvre instruite et polyglotte.

Naturellement, ces possibilités s'accompagnent d'une multitude de défis, qui concernent tous les aspects de l'activité d'une entreprise canadienne, à savoir l'acquisition, le perfectionnement et la fidélisation d'employés de qualité; le recours aux technologies pour améliorer la recherche, les tâches opérationnelles et la gestion des chaînes de valeur; la résolution des problèmes environnementaux; et la reconnaissance et la prise en compte des interdépendances croissantes à l'échelle internationale.

Au risque de simplifier à l'excès, je dirais que pour composer à la fois avec ces possibilités et avec ces défis, il est crucial d'investir dans un matériel et des structures modernes qui permettent de rehausser la productivité. Notre dossier à cet égard n'est guère reluisant, même si l'on prend en compte les facteurs cycliques et les incertitudes qui ont marqué les deux dernières années et demie. Comparativement aux décennies précédentes, la croissance de la productivité a en effet beaucoup ralenti depuis une dizaine d'années. Ce résultat médiocre semble lié au moins en partie au manque d'intensification du capital, les entreprises n'ayant pas suffisamment accru le capital dont disposent les travailleurs pour exécuter leurs tâches. Un autre aspect du problème semble tenir au fait que les dépenses en capital ne sont pas toujours intégrées comme il le faudrait aux milieux de travail⁵.

⁵ Ce résultat médiocre sur le plan de la productivité pourrait s'expliquer par les déplacements de capital et de main-d'œuvre qui se sont produits au Canada ces dernières années en raison des changements dans les prix relatifs, en particulier au cours des périodes marquées par des chocs des prix des matières premières ou par un ajustement structurel. Pour avoir plus de précisions sur les défis du Canada au chapitre de la productivité, voir M. Carney, « La productivité : une vertu dans un monde impitoyable », discours prononcé devant l'Ottawa Economics Association, Ottawa, 24 mars 2010, Internet : <http://www.banqueducanada.ca/fr/discours/2010/disc240310.html>; et T. Lane, « L'économie canadienne au-delà de la récession », discours prononcé devant l'Association canadienne de science économique des affaires, Kingston, 25 août 2009, Internet : <http://www.banqueducanada.ca/fr/discours/2009/disc250809.html>.

J'aimerais m'attarder sur ce dernier point. Je fais allusion, ici, à ce que nous appelons la productivité multifactorielle. Vous avez un ordinateur sur votre bureau et vous vous demandez si vous utilisez au maximum ce que cette technologie a à offrir, si vous profitez pleinement des avantages qu'elle peut vous procurer sur le plan des pratiques organisationnelles et de la réalisation des produits finaux. Ce sont des questions que se pose la Banque du Canada au sujet de ses investissements – que ceux-ci portent sur ses capacités informatiques en matière d'analyse ou sur la manipulation des billets de banque. Ces questions sont celles qui doivent être posées.

Nos partenaires commerciaux, dont les États-Unis, continuent à investir et à enregistrer des gains substantiels au chapitre de la croissance de la productivité. C'est pourquoi il est encore plus impératif pour les entreprises au Canada de faire des efforts concertés afin d'accroître leur productivité. Et, en un sens, elles en ont tout à fait les moyens.

Les entreprises au Canada ont des bilans solides. La rentabilité est bonne et le ratio des bénéfices au PIB est revenu à sa moyenne à long terme de 10 %. Les ratios d'endettement (c'est-à-dire des emprunts aux capitaux propres) sont faibles et les niveaux de liquidité élevés. Les taux d'imposition des sociétés ont diminué. Les coûts d'emprunt en valeur absolue sont bas et, quoique les modalités non tarifaires des prêts aient exercé un effet modérateur, notre enquête auprès des responsables du crédit indique que ces modalités commencent à s'assouplir à mesure que la reprise se confirme. Dans cette optique, les sociétés ne devraient pas se priver de moderniser leur stock de capital.

Il faut toutefois prendre en compte un autre facteur, qui est la capacité des entreprises à avoir accès à du financement pour faire des investissements qui leur permettront d'augmenter leur productivité. Le rôle du secteur financier consiste à canaliser l'épargne vers l'économie réelle. Compte tenu de la place importante que les petites et moyennes entreprises (PME) occupent au Canada, il est crucial que ce secteur investisse dans des améliorations qui accroissent la productivité. Comparativement à leurs homologues américaines, les PME canadiennes font plus appel à des particuliers pour obtenir des fonds et elles comptent moins sur les institutions financières⁶. Cela laisse entrevoir selon moi un débouché potentiel pour nos institutions financières. Par ailleurs, le Canada a besoin d'un plus grand nombre de sources de capital à haut risque s'il veut moderniser avec succès la capacité de production de son économie au moyen de l'innovation et des nouvelles technologies. À cet égard, de concert avec les participants au marché financier, la Banque du Canada fait sa part : elle s'emploie à rendre le système financier plus robuste en veillant à ce que le marché du papier commercial, le marché interbancaire et le marché des pensions restent ouverts sans interruption et en voyant à la mise en place de systèmes d'infrastructure plus solides⁷. De telles initiatives assurent une meilleure efficacité dans la répartition des capitaux, ce qui est bénéfique pour tous les secteurs de l'économie.

Permettez-moi de conclure.

⁶ Voir D. Leung, C. Meh et Y. Terajima, « Are there Canada-U.S. Differences in SME Financing? », Banque du Canada, document de travail 2008-41. Internet : <http://www.bankofcanada.ca/fr/res/wp/2008/wp08-41.pdf>.

⁷ On trouvera plus de précisions à ce sujet, par exemple, dans M. Carney, « La nécessité de principes en périodes intéressantes », discours prononcé à l'Université Carleton, Ottawa, 11 mars 2010, Internet : <http://www.banqueducanada.ca/fr/discours/2010/disc110310.html>; et dans M. Carney, « À quoi servent réellement les banques? », discours prononcé à la School of Business de l'Université de l'Alberta, Edmonton, 30 mars 2009, Internet : <http://www.banqueducanada.ca/fr/discours/2009/sp09-4f.html>.

Conclusion

Le monde sort tout juste des bouleversements économiques les plus graves qu'il ait connus depuis la Grande Dépression. L'économie a certes retrouvé des bases plus fermes, mais le rythme du changement ne diminuera pas. De fait, dans cinq à dix ans, la réalité économique aura profondément changé.

Les pouvoirs publics ont récemment joué un rôle important pour aider l'économie à se rétablir. Ils doivent en faire autant pour assurer la mise en place de conditions propices à une croissance soutenue et équilibrée au cours de la prochaine décennie. Ils devront notamment s'attacher à créer un climat économique qui soit attrayant, sûr et favorable à l'investissement et à l'innovation. Des progrès ont été accomplis à l'échelle internationale pour relever les grands défis de notre époque en matière de politiques, mais les travaux doivent se poursuivre jusqu'à leur terme. Au pays, nos cadres de politique macroéconomique et de réglementation ont très bien servi les Canadiens tout au long de la crise financière, et nous sommes en bonne position pour aller de l'avant. Mais nous avons encore du pain sur la planche – nous devons ouvrir davantage nos marchés intérieurs et être mieux armés pour composer avec les risques systémiques que peuvent poser pour le secteur financier les mesures collectives prises par les institutions et les acteurs du marché.

Pour les entreprises canadiennes, un univers économique en rapide mutation présente de nouvelles possibilités, mais aussi de nouveaux obstacles à franchir, dont les principaux consisteront à saisir les occasions qui s'offrent sur les marchés des économies émergentes et à relever le défi d'améliorer notre tenue au chapitre de la productivité. Le Canada devrait connaître une nouvelle vague de progrès économique.

La Banque du Canada fera sa part en donnant aux Canadiens confiance dans la valeur future de leur monnaie afin de contribuer à une croissance forte et soutenue de l'économie. Un climat de stabilité des prix atténue l'incertitude, fait baisser le coût du capital et permet aux Canadiens de prévoir l'avenir avec une plus grande confiance.

Je me ferai à présent un plaisir de recevoir vos commentaires et de répondre à vos questions.