

## Les conséquences possibles d'un potentiel de croissance économique plus faible au Canada

Il a précédemment été établi que le potentiel de croissance de l'économie canadienne serait moins élevé au cours des prochaines décennies. Bien que difficile à évaluer, ce *Point de vue économique* propose un tour d'horizon des nombreuses conséquences que pourrait avoir ce ralentissement sur les agents économiques au pays. En plus d'un risque plus élevé de récession, il faudra compter sur une progression plus lente de la consommation et de l'investissement résidentiel ainsi que sur une croissance plus faible des revenus budgétaires, ce qui forcera les gouvernements à faire des choix qui seront parfois difficiles. Les marchés financiers s'en ressentiront également alors que les taux d'intérêt auront tendance à être plus bas et que le potentiel de croissance des cours boursiers sera moins important. Les rendements sur l'épargne et les régimes de retraite seront donc plus faibles.

Dans un *Point de vue économique*<sup>1</sup> publié le 20 août dernier, nous avons démontré que le potentiel de croissance de l'économie canadienne serait plus faible d'ici 2030. Ce constat s'appuyait essentiellement sur des projections démographiques qui démontrent que la croissance de la population en âge de travailler ralentira de façon significative dans les années à venir. La progression du nombre total d'heures travaillées au sein de l'économie canadienne devrait donc s'atténuer significativement. Cela dit, l'effet pourrait être légèrement contrebalancé par une augmentation de la productivité des travailleurs.

En complément aux propos du mois d'août, ce *Point de vue économique* fait un tour d'horizon plus détaillé sur les conséquences possibles découlant d'un potentiel de croissance plus faible pour l'économie canadienne.

### RISQUES PLUS ÉLEVÉS DE RÉCESSION

Avec un potentiel de croissance plus faible, la progression du PIB réel canadien sera en moyenne moins élevée au cours des prochaines décennies. Dans ces circonstances, la possibilité que la variation trimestrielle du PIB réel descende sous la barre du zéro sera plus élevée. Or, il est établi qu'une économie est en récession lorsqu'elle subit deux reculs

consécutifs de son PIB réel. La probabilité de réalisation d'un épisode de récession sera par conséquent plus importante au cours des prochaines années. Évidemment, les provinces affichant un potentiel de croissance plus faible que la moyenne nationale, comme le Québec et les provinces maritimes, seront davantage exposées à ce phénomène. La situation actuelle de l'économie japonaise en est d'ailleurs un bon exemple alors que le potentiel de croissance de l'économie nipponne est extrêmement faible, soit légèrement inférieur à 1 %, ce qui ouvre la voie à une multiplication des épisodes de récession.

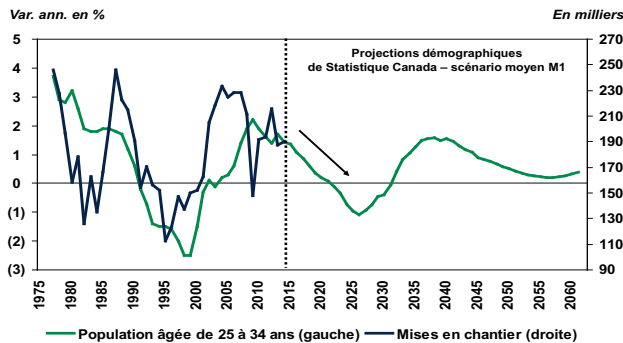
### PROGRESSION PLUS LENTE DE LA CONSOMMATION ET DES INVESTISSEMENTS RÉSIDENTIELS

La décélération significative du nombre total d'heures travaillées au sein de l'économie implique une croissance plus faible des revenus de travail pour l'ensemble des Canadiens. Cela se traduira vraisemblablement par une progression plus lente des dépenses de consommation et des investissements résidentiels (graphique 1 à la page 2).

Même s'il est indéniable que la croissance des dépenses totales des ménages subira des pressions à la baisse, les changements démographiques en œuvre engendreront aussi des modifications de comportement au sein des consommateurs, ce qui altérera la composition de leur panier de consommation et de leurs investissements. Une population plus âgée favorisera une croissance plus rapide de la demande pour

<sup>1</sup> Desjardins, Études économiques, *Point de vue économique*, « Le potentiel de croissance de l'économie canadienne entre dans une nouvelle ère », 24 août 2014, [www.desjardins.com/ressources/pdf/pv140820-f.pdf?resVer=1408539092000](http://www.desjardins.com/ressources/pdf/pv140820-f.pdf?resVer=1408539092000).

**Graphique 1 – Les facteurs démographiques devraient ralentir la construction résidentielle dans les années à venir**



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

les biens et les services destinés aux consommateurs plus vieux. À l'inverse, les biens et les services consommés majoritairement par les plus jeunes feront face à une demande moins importante. Par exemple, les consommateurs âgés de plus de soixante ans ont tendance à dépenser moins pour l'ameublement et les équipements ménagers, l'alimentation, les vêtements (tableau 1). À l'opposé, ils dépensent davantage pour les soins de santé et le logement (les loyers étant particulièrement élevés dans les résidences pour retraités).

**Tableau 1 – Les habitudes de consommation changent avec l'âge**

En \$	Consommation annuelle selon l'âge	
	Fin quarantaine	Fin de soixantaine
Logement	4 900	6 900*
Autres logements	500	400
Entretien ménager	1 400	1 400
Ameublement et équipement ménager	1 400	900*
Achat d'automobiles	1 500	2 000*
Utilisation des automobiles	2 400	2 200
Transport public	500	400
Alimentation	5 500	4 100*
Vêtements	2 400	1 200*
Soins personnels	700	500*
Soins de santé	700	1 200*
Loisirs	1 800	1 800
Matériel de lecture et autres imprimés	200	200
Tabac et boissons alcoolisées	1 300	800*
Divers	1 500	800*

\* Différence significative par rapport au groupe de fin de quarantaine.  
Source : A. LaFrance et S. LaRoche-Côté, « Habitudes de consommation des Canadiens âgés : Approche axée sur une cohorte synthétique », *Division de l'analyse économique*, Statistique Canada, No 11F0027M au catalogue — N° 067, mars 2011, p. 26, [www.statcan.gc.ca/pub/11f0027m/11f0027m2011067-fra.pdf](http://www.statcan.gc.ca/pub/11f0027m/11f0027m2011067-fra.pdf).

Un phénomène de substitution sera aussi observé au sein du marché immobilier alors que la croissance de la demande pour les logements collectifs (dont les copropriétés et les logements pour personnes âgées) pourrait continuer à surpasser celle des logements individuels.

## POTENTIEL DE CROISSANCE MOINS ÉLEVÉ DES PROFITS DES ENTREPRISES

La progression moins rapide des dépenses de consommation et des investissements résidentiels amènera une croissance plus faible des revenus des entreprises, que ce soit de façon directe (détaillants, grossistes, constructeurs de logements, services à l'habitation, etc.) ou de façon indirecte (entreprises ayant des liens d'affaires avec les premières). À moins d'une hausse inattendue des marges bénéficiaires des entreprises, le ralentissement des revenus se traduira donc par une augmentation plus lente des bénéfices des entreprises. On pourrait espérer que les entreprises puissent combler une partie de ce manque à gagner en augmentant leur commerce avec l'extérieur. La concurrence internationale est toutefois vive, et tout porte à croire que les entreprises canadiennes auront encore de la difficulté à gagner des parts de marché au sein du commerce mondial.

## EFFET MIXTE SUR LES INVESTISSEMENTS NON RÉSIDENTIELS

L'impact d'un potentiel de croissance plus faible de l'économie canadienne sur l'évolution des investissements non résidentiels est moins évident. D'une part, le passage à un potentiel de croissance plus faible au cours des prochaines années favorisera l'émergence de capacités de production excédentaires. Cela engendrera des pressions à la baisse sur l'évolution des investissements en construction de bâtiments non résidentiels ainsi qu'en machines et équipement. D'autre part, il est probable que la baisse du nombre total d'heures travaillées soit accompagnée d'une légère accélération de la productivité du travail. Pour y parvenir, certaines entreprises procéderont à une modernisation de leurs capacités de production, ce qui engendrera des pressions à la hausse sur les investissements non résidentiels. L'effet net sur l'investissement total des entreprises est donc difficile à estimer et il dépendra essentiellement de l'ampleur du processus de modernisation des entreprises.

## PROGRESSION PLUS RAPIDE DES SALAIRES

D'un point de vue historique, la corrélation entre la rémunération des travailleurs et leur productivité est très élevée. C'est donc dire que la légère accélération de la productivité des travailleurs attendue au cours des prochaines années pourrait entraîner une progression un peu plus élevée des salaires. Il s'agit évidemment d'une bonne nouvelle pour les travailleurs canadiens pris individuellement. Par contre, la hausse prévue de la productivité étant assez limitée, la croissance supplémentaire des salaires obtenue grâce aux gains d'efficacité ne sera pas suffisante pour contrebalancer entièrement le ralentissement global de la rémunération des Canadiens en provenance de la croissance moins rapide du nombre total d'heures travaillées.



### HAUSSE PLUS FAIBLE DES REVENUS BUDGÉTAIRES

La progression des revenus budgétaires des gouvernements fédéral et provinciaux est intimement reliée à l'évolution du PIB nominal. Ainsi, un potentiel de croissance plus faible du PIB se traduira par une progression moins élevée des impôts sur les particuliers en raison de la hausse plus faible du nombre d'heures travaillées. Tel que mentionné, la croissance des profits des entreprises pourrait aussi être moins rapide, ce qui ralentira l'évolution des impôts des sociétés. La progression plus faible des dépenses de consommation et de l'investissement non résidentiel freinera également les revenus des gouvernements tirés des taxes indirectes, comme la taxe fédérale sur les produits et services (TPS) et les différentes taxes de vente provinciales.

### DÉCÉLÉRATION DE LA PROGRESSION DES DÉPENSES PUBLIQUES ET/OU HAUSSE DE LA DETTE PUBLIQUE

La progression moins rapide des revenus budgétaires forcera les gouvernements à faire des choix qui seront parfois difficiles. On pourrait notamment opter pour une décélération des dépenses publiques. Or, d'importantes pressions à la hausse seront en œuvre sur les dépenses budgétaires au cours des prochaines années en raison de l'impact du vieillissement de la population sur les dépenses en santé. Dans ces conditions, les restrictions budgétaires pour les autres types de dépenses pourraient s'avérer très importantes. Visiblement, les gouvernements devront prioriser certaines dépenses alors que d'autres devront être remises en question.

Cela dit, un ralentissement des dépenses gouvernementales totales n'est pas inévitable. Les gouvernements pourraient choisir de contrer la progression moins rapide des revenus budgétaires par un accroissement de la dette publique ou par une augmentation des taux de taxation. Ces deux solutions offrent toutefois un potentiel assez limité. D'une part, le niveau d'endettement de certaines provinces est déjà assez élevé. Le gouvernement fédéral dispose certes d'une plus grande marge de manœuvre à cet égard, mais un accroissement significatif de la dette fédérale pourrait renverser rapidement l'assainissement des finances publiques si chèrement acquis au cours des dernières décennies. Le risque d'un accroissement de l'endettement est évidemment de voir les frais d'intérêt sur la dette publique augmenter considérablement, ce qui pourrait amener une pression additionnelle sur les dépenses budgétaires. D'autre part, les gouvernements pourraient opter pour une hausse des taux d'imposition sur les revenus des ménages et des entreprises ou des taux de taxation indirecte afin d'accroître leurs revenus budgétaires. Si le gouvernement fédéral dispose d'une certaine marge de manœuvre en raison des baisses de

taxes et d'impôts décrétées au cours des dernières années, la plupart des provinces affichent déjà un niveau de taxation assez élevé et le maintien d'une certaine compétitivité fiscale à l'échelle nord-américaine, voire mondiale, limite les possibilités de hausse.

### TAUX D'INTÉRÊT PLUS FAIBLES

L'avènement d'un potentiel de croissance moins grand pour l'économie canadienne aura également des répercussions sur les taux d'intérêt, qui auront tendance à être moins élevés. La première sous-gouverneure de la Banque du Canada, M<sup>me</sup> Carolyn Wilkins, a récemment défini le taux directeur neutre comme étant « le taux d'intérêt réel sans risque qui permet à l'économie de tourner à plein régime avec une inflation stable une fois que les forces cycliques se sont dissipées ». De façon simple, le taux d'intérêt neutre nominal peut donc être estimé par la combinaison du taux annuel d'inflation et du potentiel de croissance du PIB réel. En supposant que l'évolution des prix est stable, une progression plus faible du potentiel de croissance implique un taux d'intérêt neutre moins élevé.

La première sous-gouverneure de la Banque du Canada a d'ailleurs mentionné que le taux directeur neutre nominal se situait actuellement à l'intérieur d'une fourchette de 3 % à 4 %. Il s'agit d'un niveau plus faible que celui répertorié avant la Grande Récession de 2008-2009 alors que le taux neutre était évalué entre 4½ % et 5½ %. Or, cet écart correspond en grande partie à la réduction du potentiel de croissance survenue au cours des dernières années.

La tendance à la baisse du taux d'intérêt directeur neutre aura des répercussions sur l'ensemble des taux d'intérêt au sein de l'économie canadienne. Par exemple, les taux de court terme des bons du Trésor suivent de près l'évolution du taux cible des fonds à un jour. Les taux obligataires de plus longues échéances sont également influencés par le niveau des taux d'intérêt de court terme ainsi que par une prime pour tenir compte de la longueur du terme et par la tendance des taux des obligations américaines. Ces pressions à la baisse se répandront éventuellement au taux de détail, comme les prêts hypothécaires, les prêts à la consommation, les cartes de crédit ainsi que l'épargne à terme. Avec des taux d'intérêt plus bas, il est probable que certains ménages aient tendance à s'endetter davantage. Par contre, puisque les personnes plus âgées font généralement moins appel à l'endettement, le vieillissement de la population fera en sorte que le montant total de la dette des ménages n'augmentera pas significativement. En fait, une réduction est même probable.

### POTENTIEL DE CROISSANCE PLUS FAIBLE POUR LES MARCHÉS BOURSIERS

Tel que mentionné précédemment, la progression moins rapide des dépenses de consommation et de l'investissement résidentiel se traduira par une hausse moins élevée des profits des entreprises. Cela dit, le ralentissement des bénéfices des entreprises pourrait être amoindri dans les années à venir si un nouveau cycle haussier des prix des matières premières devait se concrétiser. Les profits étant un élément déterminant dans l'évolution des cours boursiers, une progression plus lente des bénéfices pourrait se traduire par un potentiel de croissance des marchés boursiers plus faible au cours des prochaines décennies.

### RENDEMENTS MOINS ÉLEVÉS SUR L'ÉPARGNE ET LES RÉGIMES DE RETRAITE

La combinaison de taux d'intérêt plus bas et d'un potentiel de croissance plus faible pour les marchés boursiers signifie que les rendements sur l'épargne et les régimes de retraite seront moins élevés au cours des prochaines décennies. Pour espérer conserver un niveau de vie similaire à la retraite, les travailleurs pourraient ainsi devoir rehausser leur taux d'épargne, ce qui implique une réduction de la proportion de leurs revenus consacrée aux dépenses de consommation et à l'investissement résidentiel. Cela pourrait ainsi accentuer les pressions à la baisse déjà présentes pour ces composantes.

Une autre option serait de conserver le même taux d'épargne, ce qui permettrait aux travailleurs de ne pas avoir à réduire leur rythme de dépenses durant leur vie active sur le marché du travail. Par contre, les sommes disponibles issues de l'épargne et des régimes de retraite une fois à la retraite seraient moindres en raison des rendements plus faibles, ce qui forcerait alors un ralentissement des dépenses des retraités. Dans les deux cas, les dépenses de consommation durant le cycle de vie des ménages s'en trouveront réduites.

Dans ces conditions, les pressions sociales et financières pour retarder l'âge de la retraite seront importantes. Cette solution permettrait non seulement d'amenuiser l'effet néfaste des rendements plus faibles, mais aussi de contrer en partie l'impact de la progression plus lente de la population en âge de travailler.

### TOUS LES AGENTS SERONT AFFECTÉS

En fin de compte, force est de constater que tous les agents économiques, que ce soit les ménages, les entreprises ou les gouvernements, seront touchés négativement par le ralentissement du potentiel de croissance économique. L'ampleur exacte de ces effets est toutefois difficile à évaluer avec précision. On pourrait croire qu'une façon

d'amenuiser le phénomène serait de faire davantage appel à la demande étrangère en accroissant le commerce extérieur pour ainsi soutenir la croissance économique canadienne. Malheureusement, la problématique de la démographie n'est pas unique au Canada et la plupart des pays subiront aussi, à divers degrés, un ralentissement de leur potentiel de croissance (tableau 2). La possibilité de combler le manque à gagner par des gains du côté des exportations semble donc très limitée. Les nombreuses conséquences d'un potentiel de production moins élevé semblent donc difficiles à éviter.

**Tableau 2 – La plupart des pays subiront un ralentissement de leur potentiel de production**

En %	Croissance annuelle de la population entre 15 à 64 ans	
	Moy. 2000-2010	Moy. 2015-2025
<b>Pays avancés</b>	<b>0,41</b>	<b>(0,31)</b>
États-Unis	1,05	0,21
Japon	(0,54)	(0,74)
Europe (excluant l'Est)	0,36	(0,22)
Canada	1,23	0,14
Québec	0,75	(0,16)
<b>Pays en développement</b>	<b>1,95</b>	<b>1,13</b>
Chine	1,46	(0,12)
Inde	2,01	1,23
Amérique latine	1,71	1,01
Afrique	2,68	2,63
<b>Monde</b>	<b>1,65</b>	<b>0,90</b>

Sources : Organisation des Nations unies et Desjardins, Études économiques

**Benoit P. Durocher**  
 Économiste principal