



INVESTMENT INDUSTRY ASSOCIATION OF CANADA  
ASSOCIATION CANADIENNE DU COMMERCE DES VALEURS MOBILIÈRES



# LETTRE DU PRÉSIDENT

N° 103

## La sagesse à retenir du Forum financier asiatique et les leçons pour les décideurs politiques canadiens

### FAITS SAILLANTS

La montée en puissance du populisme dans les pays développés est causée par la diminution du niveau de vie et des emplois disponibles provoquée par la persistance d'une faible croissance économique associée aux changements structurels majeurs sur les marchés du travail découlant de la technologie et de la mondialisation.

Cette « nouvelle normale » d'occasions manquées ne peut pas durer. Les gouvernements doivent obtenir le consensus nécessaire pour mettre en place des politiques de croissance pour mettre fin au malaise économique, en envisageant des baisses de taxes et d'impôts, une large réforme fiscale, des dépenses pour relancer l'économie, une déréglementation, tout en résistant à la tentation d'augmenter les dépenses des programmes sociaux et de recourir au protectionnisme. En cas d'échec, des pressions risquent de s'exercer sur les politiciens pour qu'ils adoptent des mesures encore plus radicales, ce qui enlèvera l'économie dans un cercle vicieux d'une croissance de plus en plus faible.

Certains indices laissent présager que la reprise aux États-Unis pourrait se renforcer, si l'administration Trump et le Congrès réduisent substantiellement les impôts et taxes, réalisent une large déréglementation, et augmentent les dépenses d'infrastructures, sans déclencher de fortes perturbations sur les marchés internationaux. C'est à suivre.

### INTRODUCTION

Il y avait beaucoup de sujets à discuter au Forum financier asiatique (Forum) qui a eu lieu les 16-17 janvier. J'ai dirigé la délégation canadienne à l'invitation du Hong Kong Trade Development Council.

Cette année marque le 20<sup>e</sup> anniversaire du transfert de Hong Kong du Royaume-Uni à la République populaire de Chine. Alors qu'on doutait au début de son avenir, Hong Kong a atteint de nouveaux sommets, profitant de l'entente « un pays, deux systèmes ». Elle a misé sur : ses points forts dans les transports et la logistique; ses connaissances des marchés et économies en Chine continentale et dans l'Asie du Sud Est; et, ce qui est le plus important, la conformité aux règles de droit et la primauté de son appareil judiciaire. Elle a su profiter des occasions offertes par la croissance rapide de la Chine continentale. La réputation de ville internationale de Hong Kong a été un facteur majeur qui a permis à la Chine d'attirer des capitaux étrangers et d'entrer de plain pied dans la mondialisation.

2017 marque aussi le 10<sup>e</sup> anniversaire du Forum financier asiatique, qui regroupe des chefs d'entreprise, des responsables gouvernementaux, des organismes de réglementation, des conférenciers et panélistes prestigieux, qui discutent des nouveautés et tendances économiques et financières en Asie, et des occasions et défis dans la région.

De plus, près d'une décennie s'est écoulée depuis la crise du système financier mondial. Les gouvernements et organismes de réglementation financière se sont empressés de le rescaper et de mettre en place des réglementations et institutions pour éviter un autre effondrement. Le Forum s'est penché sur les origines et l'impact de la crise financière en Asie. Les participants ont discuté des conséquences sur l'Asie du rythme effréné de la mondialisation des activités commerciales et financières qui a touché tous les pays, et de l'apparition de ce qu'on a appelé la « nouvelle normale », caractérisée par une faible croissance

du PIB et de petits taux d'intérêt, et qui n'est pas un phénomène cyclique, mais plutôt une condition économique dérangeante, tenace et durable.

Le projet « Une ceinture, une route » a été la priorité du Forum. Il s'agit d'un projet massif de développement des infrastructures et du commerce qui reliera la Chine continentale à l'Asie centrale et l'Europe, et aussi à l'Asie du Sud par la mer de Chine méridionale et l'océan Indien. Le projet est d'une importance stratégique, car il crée des liens économiques et politiques plus étroits entre la Chine et tout le continent asiatique. Les panélistes ont aussi parlé de l'adoption rapide de la technologie sur les marchés financiers (FinTech) et de l'importance grandissante de la cybersécurité. Les délégués au Forum ont également discuté des perspectives économiques et commerciales de la région au cours de l'année qui vient et des risques d'instabilité du système financier, tant régional qu'international, causés par les perturbations sur les marchés boursiers et les tensions géopolitiques.

Cependant, la montée en puissance du populisme politique dans les pays développés, notamment aux États-Unis et au Royaume-Uni, a dominé les exposés présentés au Forum.

### POPULISME : PLUSIEURS FACTEURS L'EXPLIQUENT

La baisse des niveaux de vie, la hausse des inégalités de revenus, la persistance d'un taux de chômage élevé, l'augmentation de l'immigration, et l'élargissement du fossé entre le programme des élites et les préoccupations des citoyens ont conduit à un accroissement et une généralisation de la peur et de l'anxiété, et à des revendications pour une nouvelle politique gouvernementale. Certaines de ces conséquences découlent de la stagnation des salaires et de l'emploi. Cependant, d'autres sont une conséquence inévitable de la mondialisation et des

progrès technologiques – des tendances qui ne s’inverseront pas sans provoquer des conséquences fâcheuses. Néanmoins, le populisme politique est responsable : de l’élection de Donald Trump aux États Unis; de la victoire inattendue du Brexit au Royaume-Uni; du rejet de la constitution italienne lors du référendum qui s’est tenu dans ce pays; et de la montée en popularité de gouvernements plus nationalistes pour les prochaines élections en France et en Allemagne.

## LA NOUVELLE NORMALE ABOUTIRA INÉVITABLEMENT À L’UNE OU L’AUTRE DES SITUATIONS SUIVANTES : RÉFORME OU IMPASSE

Un des conférenciers du Forum, Mohamed El-Erian, conseiller économique en chef d’Allianz et ancien chef de la direction et codirigeant principal de l’information (DPI) de PIMCO, a fourni des éclaircissements clés sur la montée en puissance du populisme. Il a expliqué que le populisme, ou contrecoup politique, était la conséquence de la « nouvelle normale », caractérisée par une politique monétaire expansionniste, de petits taux d’intérêt, de faibles investissements, un chômage élevé, et la persistance du ralentissement de la croissance économique. El Erian a fait valoir que la « nouvelle normale » résultait principalement d’une dépendance exclusive sur la politique monétaire pour stimuler l’économie qui est due en grande partie à l’impasse politique dans plusieurs pays, particulièrement aux États Unis, qui a rendu impossible l’adoption d’incitatifs fiscaux plus généreux. Il a expliqué que 2012 a été une année décisive pour la Réserve fédérale américaine. Le Congrès était alors reconnu pour être dans une impasse sans issue et incapable d’adopter une politique d’incitatifs fiscaux efficace. À ce moment-là, la Fed a assumé seule la relance de l’économie en adoptant tout le temps des politiques accommodantes, notamment une troisième vague de mesures d’assouplissement quantitatif (QE3) qui a été annoncée en septembre 2012.

La politique budgétaire était encore plus paralysée et plus dysfonctionnelle en Europe, parce que la responsabilité est partagée entre les différents gouvernements de l’UE qui ont des opinions différentes sur les avantages des incitatifs.

D’après El-Erian, la « nouvelle normale », même si elle dure depuis huit ans, ne peut pas persister à cause de l’accroissement des pressions économiques et politiques. Cela aboutira à ce qu’il appelle un « carrefour en T », donc à deux directions opposées. L’une mènera à une plus grande croissance, une diminution des risques financiers et une réduction des inégalités; l’autre aura un effet négatif dans tous ces domaines. La première direction sera le résultat d’un consensus sur des politiques constructives de croissance avec une diminution des taux d’imposition des particuliers et sociétés, une réforme de la taxe imposée au niveau du gros, une participation active des partenariats public-privé dans les dépenses d’infrastructures, et une déréglementation généralisée (c.-à-d. repousser les projets de réglementation et exiger des analyses coûts avantages rigoureuses).

Les graves conséquences économiques et sociales de laisser se poursuivre la « nouvelle normale » aboutiront à ce consensus pour

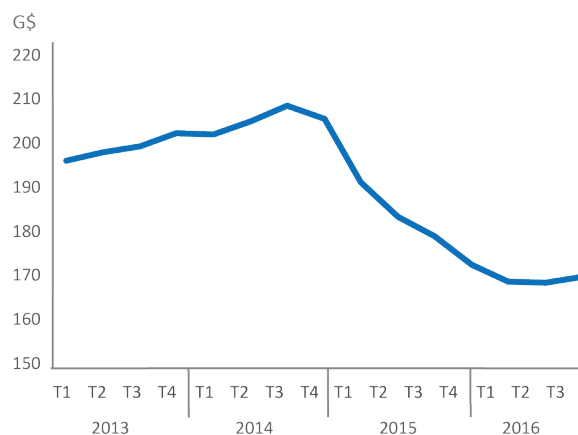
changer de politique. Le réajustement devra être vigoureux et comporter plusieurs facettes afin de stimuler l’esprit d’entreprise et donner confiance aux entreprises et consommateurs. C’est le meilleur moyen de sortir de la léthargie économique qui ne cesse de s’aggraver et d’atteindre ce qu’on appelle la vitesse d’échappement économique.

Dans l’autre scénario, les gouvernements ne seront pas capables d’obtenir le consensus politique nécessaire pour mettre en place des programmes de croissance, notamment une diminution des taux d’imposition et la déréglementation, à cause d’une impasse et d’une dysfonction politiques au sein du parti politique au pouvoir ou des divers partis politiques. En même temps que les pressions économiques et politiques s’accroîtront, l’argent facile risquera de créer des bulles spéculatives, de l’instabilité sur les marchés boursiers et de l’inflation. Les finances publiques se sont détériorées à cause de la faible croissance et de l’augmentation des dépenses. Des pressions croissantes s’exercent pour adopter des politiques protectionnistes. Dans ces circonstances, l’économie s’enlise dans le cercle vicieux d’une croissance de plus en plus faible.

## QUELLE DIRECTION POUR LE CANADA?

Le Canada fait face au même problème que plusieurs économies des pays développés : il est aux prises avec sa propre version de « nouvelle normale » – cette longue période d’investissements à la traîne et de faible croissance. On s’attend à ce que les prix des matières premières restent bas, alors qu’une croissance inférieure à la moyenne, les faibles perspectives d’emploi, et les incertitudes sur la conjoncture économique continuent à accabler plusieurs Canadiens. Certains indices laissent présager que la faible croissance du revenu des ménages se poursuivra, et que les taxes et impôts, déjà élevés, continueront d’augmenter. Ces conditions militent en faveur d’un réajustement vigoureux par l’adoption de politiques de croissance économique.

### Investissements des entreprises



Les investissements des entreprises excluent la construction résidentielle  
Source d’information : Statistique Canada

1. Le projet du gouvernement fédéral d’augmenter les dépenses d’infrastructures pour stimuler la reprise économique est fondé sur de bonnes intentions et il s’agit d’un bon moyen pour y parvenir. Des infrastructures modernes et efficaces sont

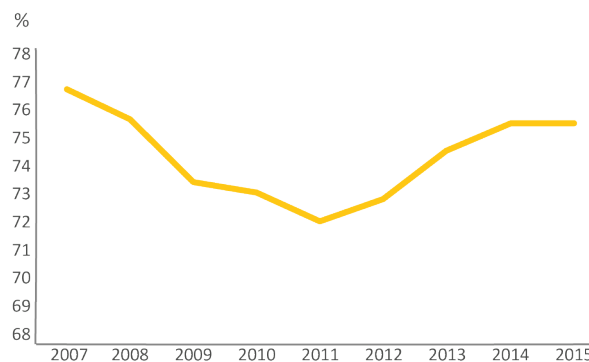
un élément clé pour permettre aux activités commerciales et à l'économie d'être concurrentielles. Cependant, il est improbable que les dépenses d'infrastructures puissent avoir, à court terme, un impact positif sur la croissance étant donné : la décision de mettre en place un cadre élaboré d'aide à la décision mixte, gouvernement et secteur privé, reposant sur la Banque de l'infrastructure du Canada, pour s'assurer de financer de bons projets; et les retards inévitables du démarrage de nouvelles entreprises, même lorsque les projets sont approuvés. Le gouvernement devrait s'inspirer des modèles de financement du secteur privé pour développer les infrastructures. Le secteur privé peut apporter de nouvelles idées et de l'innovation, et fournir une surveillance en temps réel et de l'expertise en gestion de produits.

2. La difficulté avec les dépenses d'infrastructures ne se limite pas à trouver des projets économiquement viables et à mobiliser des capitaux. Il est nécessaire de mettre en place des mécanismes efficaces pour arbitrer les intérêts contradictoires afin que de grands projets puissent être réalisés. Le [Financial Post](#) a découvert que 35 projets d'infrastructures au Canada, représentant des investissements directs (provenant surtout du secteur privé) d'une valeur de 129 G\$, ont été reportés ou annulés à cause de l'opposition de groupes environnementaux, d'autochtones ou de citoyens.
3. Une croissance économique durable dépend des investissements du secteur privé. Les investissements des entreprises au Canada ont diminué pour une deuxième année consécutive en 2016 à cause de la forte diminution des dépenses en capital dans le secteur du pétrole et du gaz. Cependant, les entreprises des secteurs autres que celui de l'énergie ont aussi diminué les investissements. Du point de vue de la politique publique, les gouvernements doivent alléger le fardeau réglementaire, et diminuer les impôts, les taxes et les autres coûts (par exemple, les coûts de l'électricité en Ontario) qui entravent les investissements des entreprises.
4. Les petites et moyennes entreprises canadiennes ont de la difficulté à mobiliser sur les marchés privés et boursiers les capitaux qui sont nécessaires pour financer leur expansion et créer des emplois. Ces entreprises pourraient profiter d'incitatifs fiscaux adaptés au marché pour les aider à mobiliser des capitaux extérieurs sur les marchés privés et boursiers. Pour faciliter la mobilisation des capitaux et promouvoir la croissance des petites et moyennes entreprises canadiennes, l'ACCVM a proposé au gouvernement fédéral de mettre sur pied au Canada un programme équivalent au Programme d'investissement dans l'entreprise (EIS) du Royaume Uni qui est une réussite.

Les petites et moyennes entreprises, particulièrement dans le secteur manufacturier à valeur ajoutée, offrent les meilleures perspectives de création d'emplois et de croissance. La réussite d'entreprises manufacturières comme Linamar et Magna, en exploitation en Ontario, établit la preuve que les entreprises canadiennes, lorsqu'elles atteignent une masse critique, peuvent devenir des compétiteurs efficaces sur les marchés internationaux.

5. Le secteur canadien des exportations autre que celui de l'énergie n'a pas connu l'expansion prévue du fait de la dépréciation du dollar canadien. L'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA), que l'administration Trump veut renégocier, est indispensable au succès des entreprises canadiennes. Les mesures énergiques du gouvernement fédéral dans les négociations avec les Américains pour maintenir l'ALENA sont méritoires. De plus, la décision d'élargir les accords de libre-échange, notamment avec l'Europe et la Chine, est une mesure positive. Les exportateurs canadiens qui se fiaient traditionnellement au seul marché américain comprennent maintenant qu'ils doivent aussi s'occuper d'autres marchés prometteurs, notamment en Asie et en Amérique latine. Les pays en voie de développement consentent des investissements importants dans les réseaux de transport, la production d'électricité et les énergies renouvelables – des domaines dans lesquels le Canada a beaucoup d'expertise. Ils ont besoin d'un large éventail de matières premières, technologies et services que les entreprises canadiennes sont capables de fournir.

**Exportations de marchandises canadiennes**  
Part des États-Unis

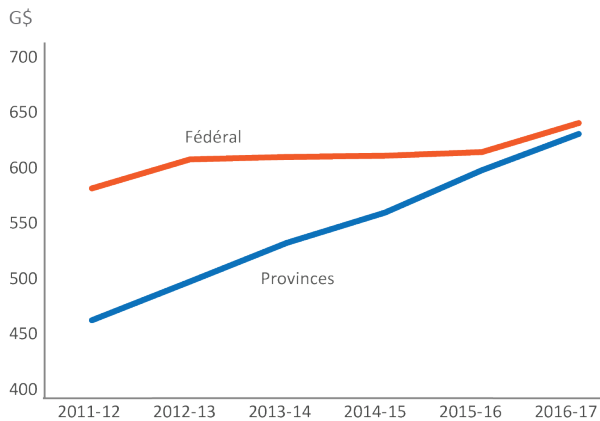


Source d'information : Statistique Canada

6. Le fardeau fiscal des particuliers au Canada est déjà trop élevé et il freine la croissance : en Ontario, le taux d'impôt marginal combiné fédéral-provincial est de 53,5 %; dans les autres provinces, à l'exception de la Colombie Britannique, de l'Alberta, de la Saskatchewan et de Terre-Neuve-et-Labrador, le taux est largement supérieur à 50 %. Aux États Unis, le plus élevé des taux d'impôt marginaux combinés du Fédéral et d'un État est de 46,3 % et il s'applique à une tranche de revenu beaucoup plus élevée. De plus, le taux d'impôt marginal combiné ne tient pas compte de la TPS, des taxes sur le carbone et des impôts fonciers que paie le contribuable canadien moyen. Les taux d'impôt marginaux élevés découragent le travail, l'épargne, la prise de risques et l'esprit d'entreprise. Il est important aussi de se rendre compte qu'alourdir le fardeau fiscal des contribuables canadiens à revenu élevé n'est pas une bonne politique publique. Plusieurs pays développés sont aux prises avec le vieillissement démographique et une faible croissance de la population active. Nous devons faire tout ce qui est en notre pouvoir pour attirer et retenir les travailleurs qualifiés qui

sont indispensables à notre compétitivité internationale. Des taux d'impôt marginaux élevés des particuliers ne servent pas notre cause. Si le gouvernement est prêt à accumuler de grands déficits, il devrait utiliser l'argent pour réduire les taux d'impôt marginaux élevés qui pénalisent l'économie.

#### Dettes nette du Fédéral et des provinces



Source d'information : Ministère des Finances du Canada; et divers budgets provinciaux

7. On estime que la dette publique fédérale est de 642 G\$, ce qui correspond à environ 32 % du PIB. Il s'agit d'un ratio dette PIB relativement faible parmi les pays de l'OCDE. Cependant, on s'attend à ce que la dette fédérale augmente de 104 G\$ au cours des quatre prochaines années et que la dette fédérale globale atteigne 746 G\$ lors de l'exercice fiscal 2021-2022. Le service de la dette coûte environ 25 G\$ par année et il coûtera 33 G\$ durant l'exercice fiscal 2021-2022. Plus grave encore, si on comptabilise les dettes provinciales dans le total des dettes, l'ensemble des dettes gouvernementales est de l'ordre de 1,4 T\$, ou 67,5 % du PIB, ce qui place le Canada dans les tout premiers rangs de l'OCDE. La dette de l'Ontario est de 317,9 G\$, près de la moitié de la dette fédérale. Cette dette a doublé au cours de la dernière décennie.
8. Les coûts du service de la dette ont beaucoup augmenté avec la hausse du fardeau de la dette, et ils sont exposés à une augmentation des taux d'intérêt. Les intérêts du service de la dette diminuent les options du gouvernement en matière de réduction des impôts et taxes et d'augmentation des dépenses d'infrastructure. De plus, le remboursement de ces emprunts est reporté discrètement à la jeune génération sans augmentation correspondante des revenus et possibilités d'emplois. Les gouvernements doivent contrôler les dépenses pour éliminer les déficits afin de conserver toute la souplesse nécessaire pour s'adapter aux changements de la conjoncture.
9. Les changements climatiques sont un élément important et on doit s'en occuper. Cependant, l'engagement du Canada de réduire les émissions doit être soigneusement équilibré en tenant compte des coûts économiques versus les avantages pour l'environnement de la diminution des émissions. Par exemple, en Ontario, l'engagement en faveur des énergies renouvelables n'a pas été tenu à la

lumière d'une analyse coûts avantages rigoureuse qui a mis en évidence qu'un tel engagement imposerait un fardeau excessif aux contribuables ontariens et qu'il diminuerait les investissements des entreprises dans la province.

10. L'économie canadienne a du mal à se remettre en marche. Le PIB réel s'est accru de 0,9 % en 2015 et on estime que l'accroissement sera de 1,3 % en 2016. Comme il a été souligné ci dessus, il est probable que les investissements des entreprises diminueront pour une deuxième année consécutive. La dette des ménages atteint des sommets historiques. La croissance de l'emploi est stable à près de 1 % d'augmentation annuelle, ce qui est suffisant pour maintenir le taux de chômage à environ 7 %. Cependant, cela ne tient pas compte du fait qu'il y a désormais un grand nombre d'emplois qui sont des emplois à temps partiel. C'est difficile à croire que les frustrations ne puissent pas engendrer des demandes pour que les gouvernements changent leur politique.

### L'AVENIR SEMBLE PROMETTEUR – MAIS, QUELLES SERONT LES DÉCISIONS CONCRÈTES?

Les Canadiens suivent avec beaucoup d'intérêt ce qui se passe avec l'administration Trump. Les marchés boursiers et les commentateurs se sont félicités du programme de croissance de la nouvelle administration comprenant des baisses d'impôts et taxes, une déréglementation et des dépenses d'infrastructures. Les représentants de la Réserve fédérale américaine ont reconnu l'impact économique positif de ce projet de programme de relance, mais ils ont mis en garde que les résultats dépendront : du moment de l'adoption de ces politiques, de leurs importance et contenu; de la position conjoncturelle de l'économie; du comportement du dollar; et des taux d'intérêt à long terme. Une autre source d'inquiétude est la possibilité de politiques protectionnistes qui pourraient nuire à la croissance américaine et mondiale.

Le gouvernement canadien doit suivre pas à pas ce programme de croissance, tant pour renforcer la croissance économique intérieure que pour augmenter la compétitivité des entreprises canadiennes. Cela doit se faire en tenant compte de l'assiette fiscale et des engagements du Canada, et particulièrement des avantages d'une plus grande souplesse associée à une meilleure position fiscale. Les politiques qui encouragent des investissements en vue de la création d'emplois sont la meilleure assurance pour augmenter le niveau de vie et améliorer la vie de la population canadienne.

Veuillez agréer mes salutations distinguées.

Ian C. W. Russell, FCSI  
Président et chef de la direction de l'ACCVM  
Février 2017