



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Discours prononcé par Carolyn A. Wilkins
Première sous-gouverneure de la Banque du Canada
Groupe The Associates de l'Asper School of Business
Winnipeg (Manitoba)
12 juin 2017

Le point sur l'économie canadienne : une diversité qui fait notre force

Introduction

C'est un grand plaisir pour moi d'être avec vous à Winnipeg aujourd'hui, et je remercie les membres du groupe The Associates de l'Asper School of Business de m'avoir invitée.

Ce matin, j'ai eu la chance d'aller courir à La Fourche. C'est un très bel endroit et j'ai été frappée par l'architecture époustouflante du Musée canadien pour les droits de la personne.



Je tiens à remercier Eric Santor et Stephen Murchison de l'aide qu'ils m'ont apportée dans la préparation de ce discours.

Ne pas publier avant le 12 juin 2017
à 13 h 20, heure de l'Est

J'ai hâte de le visiter cette semaine. Il est là pour nous rappeler que nous avons tous droit au respect et à la dignité, peu importe nos différences. Le 150^e anniversaire de la Confédération du Canada est l'occasion idéale pour réfléchir à la force qui résulte de notre diversité. Il y a quelques semaines à peine, la Banque du Canada a émis un billet commémoratif célébrant la diversité des bâtisseurs de notre nation et de nos paysages.



La diversité revêt de nombreuses formes. Aujourd'hui, c'est de la diversité économique dont je vais vous parler, et de la force qu'apportent de multiples sources de croissance. Vous vous en souvenez, l'économie canadienne a été durement touchée par l'effondrement des prix du pétrole en 2014. L'ajustement à la baisse des cours pétroliers est maintenant essentiellement terminé et nous tentons de déceler des signes de la diversification des sources de croissance à l'échelle des secteurs et des régions. Comme je vais l'expliquer, ces signes sont encourageants.

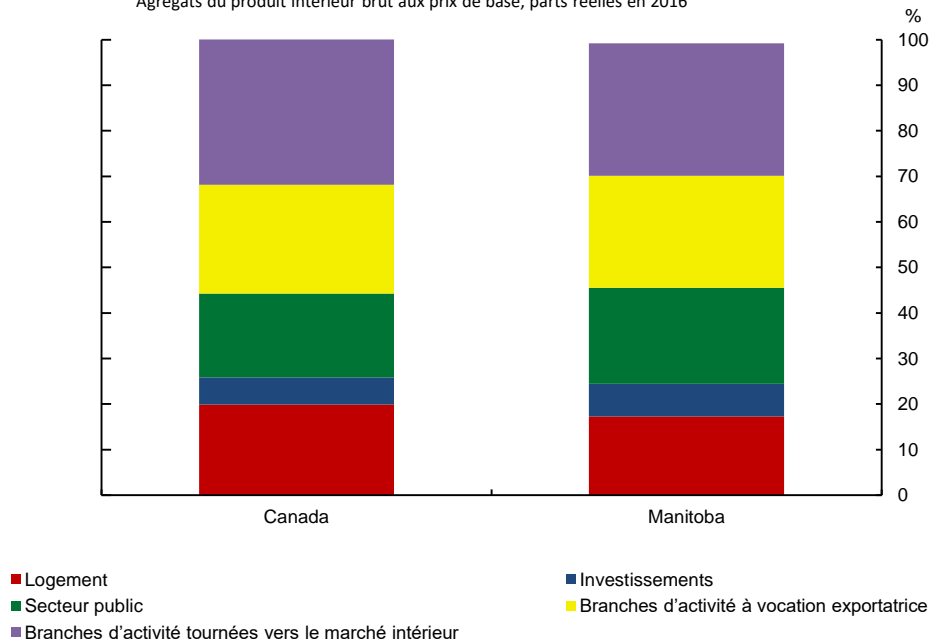
Mes collègues et moi-même passons beaucoup de temps à examiner des données pour suivre l'évolution de l'économie. Mais les données rendent rarement compte de toute la situation, et c'est pourquoi nous consacrons également beaucoup de temps à nous entretenir avec la population, des chefs d'entreprise, des participants au marché financier ainsi que des membres d'associations sectorielles et de groupes syndicaux, entre autres. Pour ce faire, nous menons des enquêtes officielles sur les grands enjeux économiques et organisons des activités de liaison externe. En outre, depuis plusieurs années maintenant, le Conseil d'administration de la Banque du Canada tient chaque année l'une de ses réunions ailleurs qu'à Ottawa.

Une réunion du Conseil aura justement lieu à Winnipeg cette semaine, et nous aurons l'occasion de discuter avec des gens d'affaires de la région et d'autres membres des collectivités locales. Nous sommes très enthousiastes à cette idée, car le Manitoba est un microcosme dynamique de l'économie canadienne.

Bien que la province soit unique à plusieurs égards – de son ballet de renommée internationale à ses célèbres hivers – elle présente une structure quasi identique à celle de l'ensemble de l'économie canadienne pour ce qui est des composantes du produit intérieur brut (PIB) (**Graphique 1**).

Graphique 1 : Composantes du PIB pour le Canada et le Manitoba

Agrégats du produit intérieur brut aux prix de base, parts réelles en 2016



L'économie diversifiée du Manitoba a été une source de vigueur ces dix dernières années. Elle a en effet progressé d'un peu plus de 2 % par an en moyenne depuis 2006, soit environ un demi-point de pourcentage de plus que le taux de croissance qu'a affiché l'économie canadienne dans son ensemble au cours de la même période.

Aujourd'hui, je vais tout d'abord expliquer en quoi la diversité économique est importante pour une banque centrale dont l'objectif principal est de maintenir l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible. Je vous ferai ensuite part de ce que nous apprennent les principaux ensembles de données que nous examinons. Enfin, je présenterai certains des enjeux dont nous tenons compte alors que nous préparons notre prochain compte rendu sur la situation économique. Ces renseignements seront publiés dans notre *Rapport sur la politique monétaire* le 12 juillet, en même temps que sera annoncée la décision relative au taux directeur.

L'importance de la diversité

La diversité peut prendre de nombreuses formes. J'aimerais m'attarder ici sur deux formes qui se rapportent à l'économie canadienne. La première est la diversité relative à la structure industrielle de notre pays. Autrement dit, la gamme des biens et services produits au Canada. Cet aspect est important, car la diversité sectorielle permet à l'économie de mieux résister aux chocs, même si cette dernière n'en est pas complètement épargnée. En économie, c'est l'équivalent de ne pas mettre tous ses œufs dans le même panier. Toute personne ayant suivi des cours en commerce ou géré un portefeuille de placements connaît les avantages de la diversification.

N'oublions pas qu'au fil de son histoire, le Canada a tiré profit de ses ressources naturelles abondantes¹. Mais quand, après avoir atteint des sommets, les prix du pétrole ont chuté à la mi-2014, les régions du Canada qui dépendent du secteur pétrolier et gazier ont été durement touchées. Pendant que ces régions traversaient une période d'ajustement difficile, d'autres secteurs ailleurs au pays ont pu contribuer à absorber les capacités excédentaires qui s'étaient formées. Le secteur des services a joué un rôle central. Cet exemple illustre bien les avantages que représente la diversification de l'économie canadienne.

Les mesures de détente monétaire et la dépréciation du dollar ont apporté un soutien essentiel à la demande globale et ont facilité l'ajustement de la main-d'œuvre et du capital. Vous vous souviendrez que la Banque du Canada a abaissé le taux directeur de 50 points de base en 2015, pour le fixer à un niveau proche de son plancher historique.

La deuxième forme de diversité, sur laquelle je souhaite me pencher davantage aujourd'hui, est liée aux sources de croissance économique. En règle générale, même si la croissance peut varier d'un trimestre à l'autre, elle est plus susceptible d'être durable à moyen terme si ses sources sont diversifiées. Par exemple, la croissance des exportations contribue à générer les revenus requis pour soutenir l'expansion des dépenses des ménages sans qu'il soit nécessaire d'emprunter à l'étranger. De la même manière, la croissance de la demande est plus susceptible d'être durable si elle est accompagnée d'une croissance des investissements des entreprises destinés au renforcement des capacités. La durabilité comporte également des aspects sectoriels et géographiques importants.

Bien qu'une généralisation de la croissance soit souhaitable, la politique monétaire n'a pas directement le pouvoir de l'influencer, et ce n'est pas l'objectif de la Banque de le faire. Nous ciblons un taux d'inflation de 2 %. Cela signifie que ce sont les perspectives concernant les pressions inflationnistes globales et les risques connexes qui importent le plus au moment de déterminer l'orientation appropriée de la politique monétaire. Par conséquent, si des secteurs – même en nombre limité – connaissent une croissance suffisante pour résorber les capacités excédentaires dans l'ensemble de l'économie, nous devrions prendre les mesures qui s'imposent en matière de politique monétaire pour atteindre notre cible d'inflation.

Jetons maintenant un coup d'œil à l'évolution récente de l'économie.

Les signes de la diversification des sources de croissance

Lorsque nous évaluons l'ampleur de la diversification des sources de croissance, nous examinons l'état de l'économie sous plusieurs perspectives, dont les progrès accomplis concernant l'ajustement à la baisse des prix du pétrole, le nombre de branches d'activité en croissance et l'évolution du marché du travail.

¹ S. S. Poloz (2015), *Au rythme du cycle des produits de base : le cas des ressources dans l'économie canadienne*, discours prononcé devant le Calgary Economic Development, Calgary (Alberta), 21 septembre.

Je vais aborder chacune de ces perspectives et mentionner certains des signes qui indiquent que la croissance se diversifie – quoique dans une mesure différente – à l'échelle des régions et des secteurs.

L'ajustement à la baisse des prix du pétrole

Commençons par l'ajustement à la baisse des cours pétroliers. En 2015 et 2016, les effets de la chute des prix du pétrole sur le PIB se sont majoritairement fait ressentir dans la composante des investissements des entreprises. Les entreprises du secteur pétrolier et gazier ont réduit de moitié leurs dépenses en immobilisations, cessant leurs activités de forage et annulant leurs projets d'investissement. Les investissements dans le reste de l'économie étaient également modérés, en partie à cause de la faiblesse des exportations hors produits de base, surtout l'année dernière. L'économie a poursuivi sa progression grâce aux dépenses des ménages, et l'activité était concentrée dans les régions où le secteur de l'énergie occupait une place moins importante.

Maintenant que l'ajustement à la baisse des prix du pétrole est terminé, nous observons un redressement de l'économie. Il y a quelques semaines, nous avons reçu les données des comptes nationaux de Statistique Canada pour le premier trimestre de cette année. Celles-ci sont assez impressionnantes, puisqu'elles indiquent une croissance de l'économie de 3,7 %. Les chiffres montrent que les investissements des entreprises reprennent, portés en grande partie par le rebond des dépenses en immobilisations dans le secteur pétrolier et gazier. Il s'agit là d'une bonne nouvelle. Cela dit, la croissance des investissements dans ce secteur est susceptible de ralentir si les prix du pétrole se maintiennent aux alentours de leur niveau actuel. De façon plus générale, l'incertitude persistante entourant les politiques de l'administration américaine pèse sur les projets d'investissement. Et, étant donné que les investissements des entreprises ont reculé ces deux dernières années, nous avons signalé cette situation dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire* comme étant un risque à la baisse sur les perspectives.

Au premier trimestre, la croissance a également été alimentée par les suspects habituels : les dépenses de consommation et l'investissement résidentiel. La croissance du secteur du logement devrait toutefois décélérer par rapport aux taux exceptionnellement élevés qu'elle a enregistrés. C'est d'ailleurs ce qu'indiquent les dernières données concernant les mises en chantier et les reventes de logements. Il est encore trop tôt pour déterminer les effets que les nouvelles mesures visant le marché du logement instaurées en Ontario auront en définitive sur l'activité et les prix à Toronto et dans les alentours. Lorsque de telles mesures ont été mises en place à Vancouver l'an passé, nous avons pu observer un ralentissement de l'activité pendant un certain temps. Mais celle-ci est en train de reprendre.

On s'attend à ce que les dépenses des ménages ralentissent quelque peu, mais elles pourraient nous réserver des surprises et donner une impulsion inattendue à la croissance à court terme, un autre risque sur lequel nous avons attiré l'attention en avril. Des dépenses plus élevées que prévu, si elles étaient financées par des emprunts, pourraient s'ajouter aux vulnérabilités dans le secteur des ménages. Nous surveillons ces vulnérabilités depuis un certain temps et nous les avons mises en relief dans la *Revue du système financier*

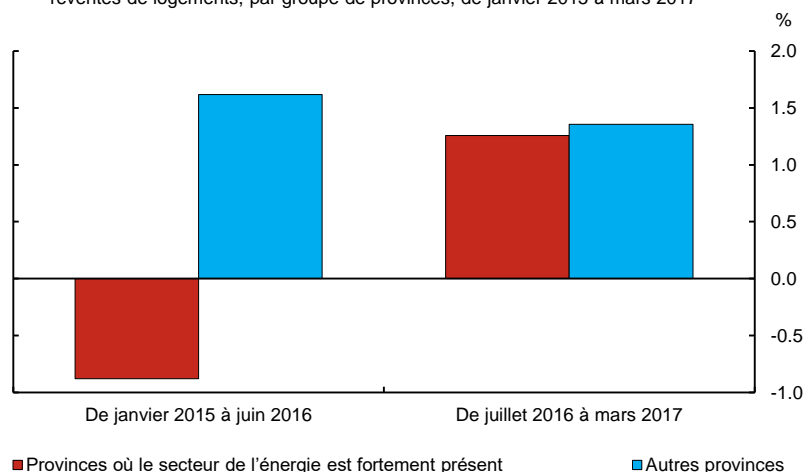
parue la semaine dernière. À cet égard, les mesures adoptées récemment par les gouvernements fédéral et provinciaux viennent à point nommé.

Les exportations sont un élément décevant qui ressort des chiffres du premier trimestre. Les exportations de services, qui s'étaient nettement démarquées auparavant, ont effectivement enregistré un recul. Parallèlement, les exportations de biens ont stagné. La Banque n'a pas ménagé ses efforts pour comprendre les forces qui se cachent derrière les données.

Si l'on prend du recul par rapport aux données trimestrielles, on constate d'autres signes d'ajustement. Dans les provinces où le secteur de l'énergie est fortement présent, des indications laissent croire que la demande se renforce, après avoir chuté en 2015 et au premier semestre de 2016. Les données sur les ventes de véhicules automobiles et les reventes de logements en témoignent (**Graphique 2**).

Graphique 2 : Croissance des dépenses pour des achats importants

Croissance mensuelle moyenne pondérée des ventes de véhicules automobiles et des reventes de logements, par groupe de provinces, de janvier 2015 à mars 2017



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

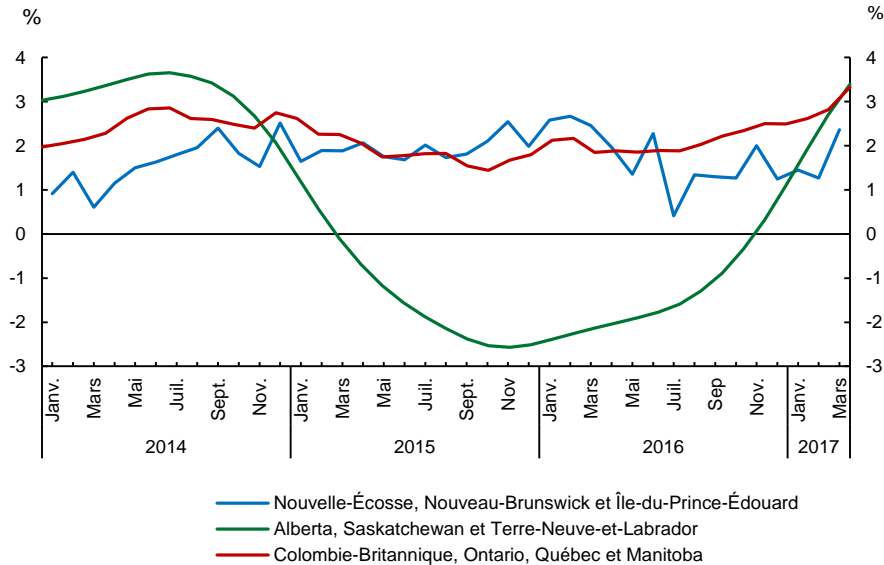
Dernière observation : mars 2017

Une difficulté inhérente à l'évaluation de la répartition géographique de la croissance, c'est qu'il faut plus de temps pour que les données provinciales soient publiées – celles pour l'année en cours ne seront connues que tard en 2018. C'est pourquoi le personnel de la Banque du Canada a récemment élaboré des modèles permettant d'obtenir une évaluation plus rapide des données sur le PIB des provinces². Ces modèles laissent entrevoir une généralisation de l'activité à l'échelle des provinces durant l'année en cours, ce qui contraste avec la croissance inégale enregistrée ces dernières années (**Graphique 3**).

² T. Chernis, C. Cheung et G. Velasco (2017), *A Three-Frequency Dynamic Factor Model for Nowcasting Canadian Provincial GDP Growth*, document d'analyse du personnel n° 2017-8, Banque du Canada.

Graphique 3 : Réaction des régions au choc des prix du pétrole de 2014-2016

Indice de l'activité mensuelle, taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : mars 2017

Nous constatons également une plus grande répartition régionale de la demande dans les résultats de la dernière enquête sur les perspectives des entreprises. Dans le cadre de cette enquête trimestrielle, la Banque interroge cent entreprises au sujet de questions comme les ventes, l'emploi et les intentions d'investissement. Les chefs d'entreprise de partout au pays se sont montrés plus optimistes à l'égard de leurs ventes futures et de leurs projets d'investissement qu'ils ne l'étaient il y a quelques trimestres à peine.

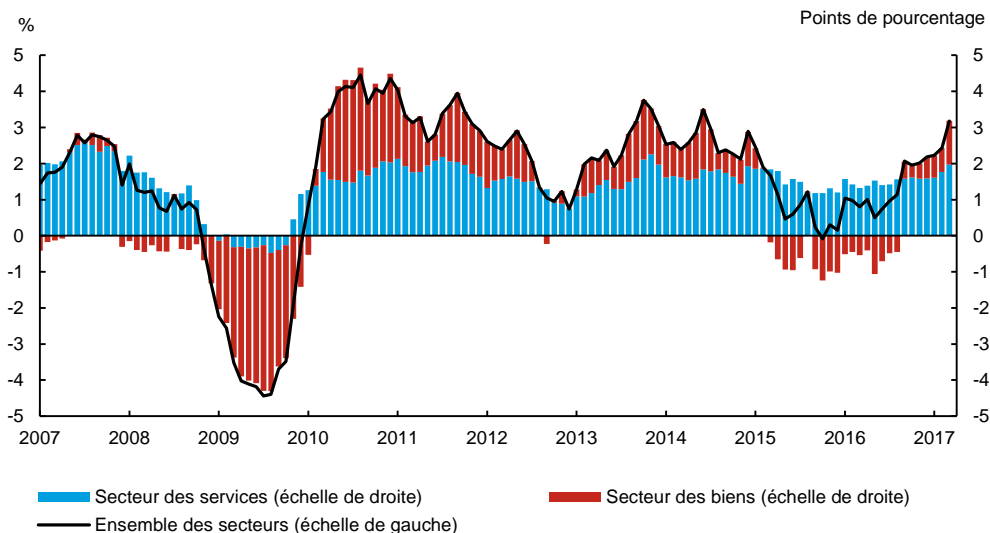
Les secteurs en croissance

On observe aussi une généralisation de la croissance à l'échelle des secteurs (**Graphique 4**)³. On peut constater les effets défavorables qu'a exercés le choc des prix du pétrole sur la production de biens en 2015 et au premier semestre de 2016. Si la croissance a été globalement positive, c'est grâce à la résilience du secteur des services. À mesure que le pétrole et le gaz ainsi que les secteurs connexes se sont stabilisés, le secteur des biens dans son ensemble a commencé à contribuer de nouveau à la croissance.

³ Le secteur des biens englobe le pétrole et le gaz, l'extraction minière et la fabrication, tandis que celui des services comprend le commerce, le transport, les services numériques et professionnels, les soins de santé, l'éducation et l'administration publique.

Graphique 4 : L'activité dans le secteur des biens est devenue positive, notamment en raison d'un raffermissement dans les branches d'activité liées à l'extraction de pétrole et de gaz

Contribution au taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : mars 2017

Ce qu'il y a d'encourageant, c'est que la croissance n'est pas stimulée que par quelques branches d'activité clés. Les données montrent que plus de 70 % des secteurs sont en expansion – une proportion sans précédent depuis le choc des prix du pétrole. Voilà le genre de diversité qui aide à soutenir une croissance globale forte et durable⁴.

De nombreuses personnes se représentent l'extraction minière, la construction de véhicules automobiles et l'aérospatiale comme les principaux moteurs de la croissance. Bien que ces secteurs pèsent encore lourd dans l'économie, de nombreuses branches du secteur des services gagnent en importance. La conception de systèmes informatiques et les services connexes ont affiché une croissance de près de 10 % au cours de la dernière année. La part de ce secteur dans l'économie canadienne est maintenant équivalente à la part combinée de la construction automobile et de l'aérospatiale. Mais il n'y a pas que l'informatique : de plus en plus de branches du secteur des services, comme les services financiers et le transport aérien, sont des moteurs de la croissance. Voilà qui contribue à soutenir les dépenses des ménages.

Les évolutions du marché du travail

J'aimerais à présent vous parler du marché du travail. Les évolutions de ce marché concordent largement avec la progression de l'activité économique dont

⁴ Pour évaluer l'étendue de l'activité pendant une période donnée, nous avons construit un indice de diffusion qui englobe les 22 sous-secteurs du PIB aux prix de base et mesure la proportion de ceux qui sont en croissance. Cet indice est en progression depuis le troisième trimestre de 2016.

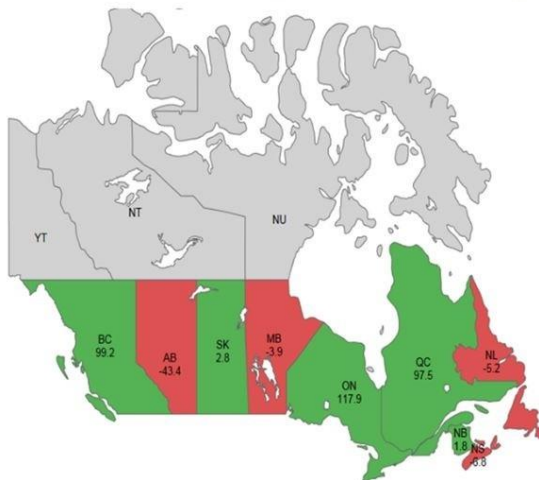
je viens de parler. Il n'est pas surprenant que la croissance de l'emploi se soit concentrée ces dernières années dans les services, ce qui a contrebalancé des pertes d'emplois considérables dans le secteur des biens. Les emplois dans la production de biens sont maintenant en augmentation, et la part des secteurs qui créent de l'emploi est également en hausse.

Certains secteurs se démarquent. Le secteur des technologies crée beaucoup d'emplois, dont un grand nombre sont très bien rémunérés. Les autres secteurs où l'on observe une forte progression de l'emploi sont notamment la finance et l'assurance, les soins de santé et l'éducation.

Avec la diversification des sources de croissance, les gains au chapitre de l'emploi se répandent à l'échelle du pays (**Graphique 5**). Bien sûr, nous savons que l'ajustement du marché du travail est toujours en cours dans certaines régions et qu'il s'agit d'un processus difficile pour de nombreuses personnes et leur famille. Plus particulièrement, l'Alberta et Terre-Neuve-et-Labrador n'ont pas regagné tous les emplois perdus dans le sillage du choc des prix du pétrole.

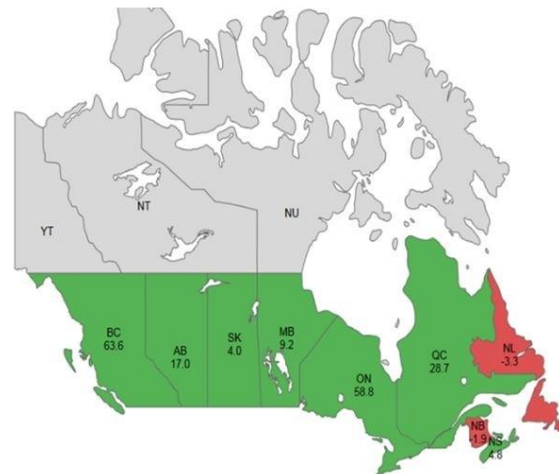
Graphique 5a : Variation de l'emploi total par province, de janvier 2015 à septembre 2016

En milliers de personnes, variation de l'emploi



Graphique 5b : Variation de l'emploi total par province, d'octobre 2016 à mai 2017

En milliers de personnes, variation de l'emploi



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Prendre les choses en main

Pour une banque centrale dotée d'une approche prospective et qui poursuit une cible d'inflation à moyen terme, il est essentiel d'être en mesure d'estimer la durabilité et l'évolution de la croissance. Pour atteindre sa cible, la Banque utilise son taux directeur dans le but de stimuler ou de ralentir l'activité économique selon son jugement de l'évolution des pressions inflationnistes. Une fois que l'inflation se situe à la cible, il faut pour la maintenir à ce niveau que l'économie tourne de manière soutenue à sa limite de vitesse, soit ce qu'on appelle la « croissance de la production potentielle ». Une inflation basse, stable et prévisible aide à son tour la population à prendre des décisions financières avec une plus grande confiance.

Les interventions en matière de politique monétaire ont une influence immédiate sur les conditions financières et les décisions économiques, mais il peut

s'écouler jusqu'à deux ans pour qu'elles fassent sentir pleinement leurs effets sur l'inflation. Pour s'assurer que l'inflation regagne la cible de manière durable, la Banque doit tenir compte non seulement de la conjoncture, mais aussi de l'évolution future des conditions économiques. Au volant de votre auto, lorsque vous apercevez un feu rouge au loin, vous relâchez tranquillement l'accélérateur afin de ralentir en douceur. Vous évitez d'appliquer brusquement les freins au dernier moment. Il en va de même pour la conduite de la politique monétaire, qui nécessite d'anticiper ce qui nous attend plus loin sur la route.

À l'heure actuelle, les capacités excédentaires au sein de l'économie maintiennent l'inflation en deçà de la cible visée par la Banque. L'inflation globale s'est établie à 1,6 % en avril, en raison notamment des effets transitoires de la concurrence entre les détaillants en alimentation. La Banque examine plusieurs mesures de l'inflation fondamentale pour voir au-delà de la volatilité passagère de l'inflation globale⁵. Ces mesures se sont inscrites en baisse au cours des derniers trimestres, se situant dans une fourchette de 1,3 à 1,6 %. Ces données reflètent les effets retardés de l'offre excédentaire constatés ces derniers trimestres.

D'autres indicateurs laissent aussi croire qu'il existe toujours une marge de capacités excédentaires. Les salaires ont affiché une croissance modérée, et le nombre d'heures travaillées ne s'est redressé que récemment, bien que la croissance de l'emploi ait été solide. Le scénario de référence de la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire* prévoyait une résorption de l'écart de production au cours du premier semestre de 2018 et un retour, vers la même période, de l'inflation à la cible de manière durable.

La Banque travaille à l'établissement de sa prochaine projection, qui sera publiée en juillet. À la lumière de l'analyse des nouvelles données recueillies depuis le *Rapport sur la politique monétaire* d'avril, nous ferons le point sur notre évaluation des pressions inflationnistes. Nous nous pencherons également sur l'évolution des principaux risques mis en lumière en avril. J'ai déjà mentionné le risque d'un ralentissement de la croissance des investissements et d'un renforcement de la croissance des dépenses des ménages. La Banque a aussi mis en évidence le risque qu'une croissance encore plus vigoureuse aux États-Unis puisse fouetter la confiance des entreprises, ce qui éveillerait les « esprits animaux », au sens où l'entend John Maynard Keynes. Et comme elle ignore l'ampleur des capacités de production qui seront reconstituées à mesure que l'économie prendra de l'expansion, la Banque a souligné la possibilité que la croissance de la production potentielle se raffermisse plus que ne le prévoyait son scénario de référence.

⁵ Ces mesures sont les suivantes : l'IPC-méd, qui correspond à la variation de prix se situant au 50^e centile de la distribution des variations de prix au cours d'un mois donné, pondérées selon les poids des composantes dans le panier de l'IPC; l'IPC-tronq, qui exclut de l'IPC les composantes dont les taux de variation, au cours d'un mois donné, se situent dans les queues de distribution des variations de prix; et l'IPC-comm, qui extrait les mouvements communs des prix entre les catégories du panier de l'IPC.

La Banque est bien consciente de l'incertitude entourant les politiques de l'administration américaine, que ce soit en matière de commerce extérieur, de fiscalité ou de réglementation. La Banque a déjà pris en compte une partie des effets de cette incertitude dans ses prévisions d'avril. Jusqu'à ce que nous disposions de plus amples renseignements, il sera difficile d'évaluer plus précisément l'incidence des changements de politique proposés. Cette importante incertitude continuera fort probablement d'entacher notre projection, mais la vie continue et il faut prendre des décisions.

Le jugement de la Banque quant à l'orientation appropriée de la politique monétaire continuera d'être fondé sur les perspectives d'inflation et l'éventail complet des risques – tant à la hausse qu'à la baisse – qui pèsent sur ces perspectives. Un aspect non négligeable de l'évaluation de l'inflation que fait la Banque est que l'effet modérateur exercé par la baisse des cours du pétrole est maintenant en grande partie derrière nous. Et l'abaissement du taux directeur de 50 points de base en 2015 a facilité cet ajustement. À mesure que la croissance continuera de progresser et, idéalement, de se diversifier, le Conseil de direction de la Banque évaluera si la détente monétaire considérable actuellement en place est toujours entièrement nécessaire.

Conclusion

Le moment est venu de conclure.

Des risques continuent de peser sur les perspectives de l'économie canadienne. Cela dit, si l'on examine l'état de l'économie sous diverses perspectives, il y a des raisons de se réjouir. La croissance a été robuste ces derniers trimestres. Au moment où nous célébrons le 150^e anniversaire du Canada et la force de la diversité de sa population, nous pouvons voir les avantages que représente également la diversité économique.

Le renforcement de l'activité économique dans les régions et les secteurs tributaires de l'énergie contribue à la diversification des sources de croissance dans l'ensemble du pays. Et, bien qu'il reste des progrès à accomplir au chapitre du marché du travail, le raffermissement de la croissance se traduit par des gains d'emploi dans une plus grande variété de régions et de secteurs.

Il y a actuellement un degré de détente monétaire considérable au sein du système. Durant notre préparation en vue de la prochaine annonce relative au taux directeur, le 12 juillet, nous nous concentrerons sur les données et nous nous entretiendrons avec de nombreuses personnes comme vous pour prendre le pouls de ce qui se passe sur le terrain.

Une chose reste claire : l'engagement qu'a pris la Banque d'atteindre sa cible d'inflation de manière à ce que les Canadiens puissent prendre leurs décisions financières en toute confiance.