



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Discours prononcé par Lawrence Schembri
Sous-gouverneur à la Banque du Canada
Chambre de commerce d'Halifax
Halifax (Nouvelle-Écosse)
5 septembre 2019

Le point sur la situation économique : l'inflation au Canada se comporte bien et est bien maîtrisée

Introduction

Je vous remercie de m'avoir invité à prendre la parole devant vous aujourd'hui.

La Banque du Canada a pour mandat de favoriser la prospérité économique et financière du pays. Elle remplit ce mandat de plusieurs façons, mais la plus connue est sans doute la conduite de la politique monétaire. La Banque établit son taux d'intérêt directeur en visant à maintenir l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible, car c'est le meilleur moyen de favoriser une croissance soutenue de l'emploi et du niveau de vie.

Huit fois par année, mes collègues et moi du Conseil de direction de la Banque annonçons le taux d'intérêt directeur. Comme vous le savez probablement déjà, nous avons annoncé hier que nous laissons notre taux directeur inchangé, à 1,75 %. Aujourd'hui, j'aimerais vous donner un aperçu des réflexions qui ont mené à cette décision. Je dirai aussi quelques mots sur le processus d'inflation dans l'économie canadienne.

Pour mieux comprendre comment la Banque a pris sa décision d'hier, il faut d'abord savoir qu'elle fonde quatre de ses huit décisions annuelles sur la projection de son personnel concernant les économies canadienne et mondiale¹. À ces quatre dates, cette projection sert de base à la prévision publiée dans le *Rapport sur la politique monétaire* qui accompagne l'annonce. Aux quatre autres

¹ Une description détaillée du processus décisionnel est disponible dans le [site Web](#) de la Banque.

Je tiens à remercier Patrick Sabourin de l'aide qu'il m'a apportée dans la préparation de ce discours.

Ne pas publier avant le 5 septembre 2019
à 11 h 45, heure de l'Est.

dates, la décision repose essentiellement sur l'évolution des économies canadienne et mondiale par rapport à la prévision précédente.

L'annonce d'hier fait partie de ce deuxième groupe. Avant de prendre notre décision, nous avons examiné de près la progression des données économiques depuis l'annonce de juillet. Je vous propose donc de revenir sur notre plus récente prévision et ce qui s'est passé au cours des huit dernières semaines.

La prévision de juillet

Notre prévision de juillet brossait un portrait contrasté de la situation. Les perspectives économiques mondiales s'affaiblissaient clairement. En même temps, le rebond de l'économie canadienne après une baisse de régime vers la fin de l'année dernière était plus marqué qu'attendu.

À l'échelle mondiale, le principal enjeu en juillet était la guerre commerciale que continuent de se livrer les États-Unis et la Chine. La hausse des droits de douane et l'incertitude qu'elle cause au sujet des politiques de commerce international nuisaient encore plus aux échanges commerciaux et aux investissements des entreprises que nous l'avions d'abord pensé, et faisaient ainsi chuter les prix des produits de base. Parallèlement, la croissance de l'économie américaine ralentissait pour revenir à un rythme soutenable, comme nous nous y attendions.

Par ailleurs, beaucoup d'autres banques centrales avaient soit abaissé leur propre taux directeur pour stimuler leur économie, soit annoncé qu'elles étaient prêtes à le faire, au besoin. Ces mesures, ainsi que la détérioration des perspectives mondiales, ont fait diminuer les rendements obligataires et les coûts d'emprunt dans de nombreuses économies, y compris ici au Canada. À la lumière de tous ces facteurs, nous prévoyions en juillet que l'économie mondiale serait plus faible, mais qu'il n'y aurait pas de récession aux États-Unis ni à l'échelle du globe.

À la différence des perspectives mondiales qui s'affaiblissaient, la plupart des indicateurs de l'économie canadienne en juillet étaient positifs. La croissance avait rebondi de façon plus marquée que prévu, sous l'influence de facteurs qui n'étaient pas appelés à durer, comme une forte hausse de la production de pétrole.

Cela dit, la vigueur du marché de l'emploi et l'augmentation des salaires soutenaient la croissance de la consommation des ménages canadiens. Cette croissance, jumelée à la baisse des taux d'intérêt que je viens de mentionner, nous a amenés à prévoir que le marché du logement se stabiliserait cette année et finirait de s'adapter aux effets modérateurs des diverses mesures locales en matière de logement, principalement dans le Grand Vancouver et le Grand Toronto, et à ceux de la ligne directrice B-20 concernant les tests de résistance appliqués aux prêts hypothécaires. Tout compte fait, nous prévoyions que l'économie progresserait de 2,3 % au deuxième trimestre et que l'inflation se situerait autour de notre cible de 2 %. Enfin, les tensions commerciales mondiales continuaient d'assombrir les perspectives et représentaient le plus grand risque entourant notre prévision.

Voilà en bref le regard que nous portons sur la situation en juillet. Voyons maintenant comment les choses ont évolué depuis.

L'évolution récente

Les économies à l'extérieur du Canada

Ce qu'il faut d'abord noter, c'est que les grands thèmes de juillet n'ont pas changé : l'économie mondiale reste faible et l'économie canadienne demeure résiliente.

Ce qui a changé, toutefois, ce sont quelques éléments essentiels du scénario. À l'international, la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine s'est aggravée. La hausse des droits de douane et l'incertitude réduisent le commerce international et les investissements plus que nous l'avions prévu. Le volume du commerce international a maintenant diminué pour un troisième trimestre de suite. La croissance dans les grandes économies ralentit, à mesure que la production manufacturière et les investissements des entreprises faiblissent.

En particulier, les données récentes laissent entrevoir une croissance plus lente que prévu en Chine et dans la zone euro, ainsi qu'une accentuation du risque de récession en Allemagne. L'économie américaine continue de se modérer mais reste solide, soutenue par les dépenses de consommation et les dépenses publiques.

Les marchés financiers ont continué de réagir à l'affaiblissement des perspectives, et d'autres banques centrales ont pris des mesures pour stimuler leur économie. Les rendements obligataires ont baissé, et dans de nombreux pays, on assiste à une inversion de la courbe de rendement. On dit que la courbe de rendement s'inverse lorsque les taux d'intérêt à court terme deviennent plus élevés que les taux à long terme. C'est le contraire de ce à quoi la courbe de rendement ressemble normalement, car les prêts à long terme sont habituellement considérés comme plus risqués. Historiquement, on a vu l'inversion de la courbe de rendement comme le signe d'une récession à venir, surtout aux États-Unis. Aujourd'hui, les taux d'intérêt sont déjà tellement bas que l'inversion de la courbe est plus probablement le signe que les investisseurs prévoient un affaiblissement de la croissance à long terme.

L'économie canadienne

Contrairement aux données économiques mondiales, celles concernant le Canada ont surpris à la hausse depuis juillet. La semaine passée, nous avons reçu les données des comptes nationaux pour le deuxième trimestre. Elles montrent que l'économie a progressé à un rythme de 3,7 %, ce qui dépasse largement notre prévision.

Parmi les points saillants des données, citons le revenu du travail, qui a augmenté de 7 % en raison de la croissance continue de l'emploi et du nombre d'heures travaillées ainsi que d'une hausse notable des salaires. Cette augmentation du revenu, conjuguée à la baisse des taux d'intérêt dont j'ai parlé plus tôt, a aidé à soutenir la vigueur inattendue du secteur du logement. En fait, la plupart des emprunteurs qui renouvellent leur prêt hypothécaire à taux fixe de cinq ans obtiennent un taux inférieur à celui qu'on leur avait consenti il y a cinq ans. Le marché du logement contribue de nouveau à la croissance, les ventes

et les mises en chantier augmentant pour répondre à la demande sous-jacente. Le niveau élevé d'endettement des ménages demeure le principal risque qui pèse sur la stabilité financière au Canada, mais la qualité de l'encours de la dette des ménages devrait continuer de s'améliorer du fait du resserrement des règles hypothécaires.

Toutefois, la consommation a affiché une faiblesse inattendue au deuxième trimestre, compte tenu, en particulier, de l'augmentation du revenu du travail. Les données des comptes nationaux laissent aussi penser qu'une partie du dynamisme de l'économie sera temporaire. Les exportations ont été très solides, mais ce résultat s'explique surtout par le redressement marqué des expéditions de pétrole brut et de matériel de transport. Les importations ont été étonnamment faibles, et les stocks des entreprises restent élevés. Les investissements des entreprises se sont nettement contractés après avoir été vigoureux au premier trimestre, ce qui s'explique probablement en partie par l'escalade de la guerre commerciale.

La croissance plus vive que prévu au deuxième trimestre signifie que l'économie tournait près des limites de sa capacité de production, c'est-à-dire sa production potentielle, un concept que j'expliquerai dans quelques instants. De plus, l'inflation a été très proche de notre cible de 2 %.

L'inflation et la courbe de Phillips

Permettez-moi maintenant de prendre quelques minutes pour vous parler de la relation entre l'inflation et la croissance économique.

Cette question a fait les manchettes ces derniers temps, car les taux d'inflation sont restés bas aux États-Unis, dans la zone euro et au Japon, malgré le raffermissement de ces économies, du moins jusqu'à récemment. En particulier, on a beaucoup débattu de l'existence, encore aujourd'hui, de ce que les économistes appellent la « courbe de Phillips », l'idée étant qu'il y aurait un lien étroit entre la croissance économique et les pressions inflationnistes².

En raison de la faiblesse persistante de l'inflation observée dans plusieurs grands pays, certains observateurs ont été jusqu'à déclarer que la courbe de Phillips est morte. Ici au pays, en revanche, la situation a été différente. Comme l'indique le titre de ce discours, l'inflation au Canada s'est bien comportée.

Avant de me pencher sur les arguments qui soutiennent cette affirmation, j'aimerais expliquer pourquoi cette relation est un élément important de la politique monétaire menée par la Banque du Canada.

Comme je l'ai dit au début de ce discours, le principal objectif de la politique monétaire de la Banque consiste à maintenir l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible. À l'instar de bien d'autres banques centrales qui sont elles aussi dotées d'un régime de ciblage de l'inflation, nous ajustons notre taux directeur dans le but d'atteindre un équilibre entre l'offre et la demande globales, de

² Il existe différentes définitions de la courbe de Phillips. Dans ce discours, je parle de la relation entre l'inflation et l'écart de production de l'économie, et non de la relation entre l'inflation ou la croissance des salaires et le chômage (lequel est lié à la taille de l'écart de production).

manière à ce que toutes les ressources productives de notre économie soient pleinement utilisées. Nous serions alors en situation de plein emploi et globalement, l'économie utiliserait toute sa capacité de production³. Autrement dit, elle aurait atteint sa « production potentielle »⁴. Ce concept est important, car, lorsque l'économie tourne à son plein potentiel, on s'attend à ce que l'inflation avoisine notre cible de 2 %.

Quand il y a une différence entre la production potentielle et la production réelle de l'économie, nous disons qu'il y a un écart de production. Si nous prévoyons une forte croissance susceptible de faire tourner l'économie au-delà de son potentiel – ce qui créerait un écart de production positif et ferait passer le taux d'inflation au-dessus de notre cible –, nous pourrions relever les taux d'intérêt afin de freiner la croissance de la demande⁵. Et l'inverse est également vrai si nous nous attendons à une faible croissance qui risque de faire fonctionner l'économie en deçà de son potentiel et ainsi de créer un écart de production négatif. Donc, en ajustant notre taux directeur, nous influons sur la demande de produits et sur l'emploi, dans le but de résorber l'écart de production et d'atteindre notre cible d'inflation.

Chose certaine, l'écart de production est loin d'être le seul facteur ayant une incidence sur l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC). Les fluctuations du taux de change peuvent également avoir un effet sur l'inflation, puisqu'elles influent directement sur le prix des biens et services importés que consomment les ménages. De plus, étant donné que Statistique Canada se sert des prix du panier de biens et de services d'une famille moyenne pour calculer l'inflation mesurée par l'IPC, les mouvements de prix de biens particuliers (comme l'essence) peuvent avoir une influence considérable⁶.

Ainsi, pour mieux cerner la tendance sous-jacente de l'inflation, nous utilisons des mesures de l'inflation fondamentale qui font abstraction de la majeure partie de l'incidence des chocs de prix. Ces mesures sont donc moins volatiles que l'inflation mesurée par l'IPC global et rendent mieux compte des variations sous-jacentes et persistantes des prix. En 2016, après une évaluation détaillée de diverses mesures de l'inflation fondamentale effectuée par le personnel de la

³ En pratique, le concept de plein emploi n'implique pas un taux de chômage nul, puisqu'il y a toujours des travailleurs en transition entre deux emplois pour diverses raisons.

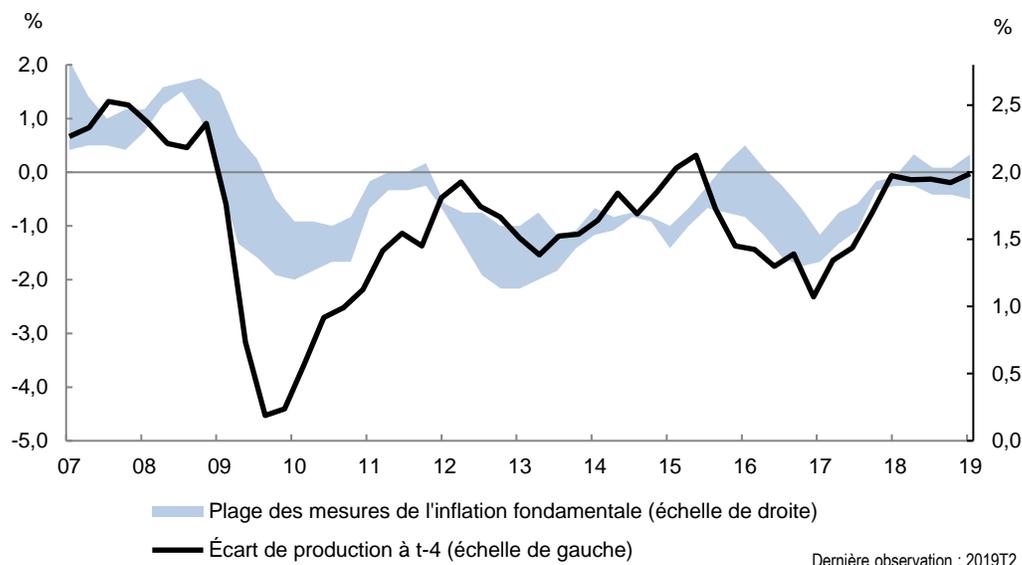
⁴ Pour en savoir plus à ce sujet, voir L. Schembri (2018), [La production potentielle, en long et en large](#), discours prononcé devant l'Ottawa Economics Association et l'Association CFA Ottawa, Ottawa (Ontario), 16 mai.

⁵ La transmission de la politique monétaire s'opère par ses effets à la fois sur les taux d'intérêt et sur le taux de change. C'est ainsi, par exemple, qu'une hausse du taux directeur tend à faire augmenter la valeur du dollar canadien. Cela rend nos exportations plus coûteuses et nos importations moins coûteuses, et fait baisser la demande de biens et services produits au Canada.

⁶ Bien sûr, un ménage moyen, ça n'existe pas. Les ménages ne se procurent pas exactement les mêmes biens et services tous les mois. Cependant, l'IPC est le meilleur indicateur des pressions inflationnistes auquel nous avons accès.

Banque, nous avons annoncé que nous allons accorder une attention particulière à trois de ces mesures⁷.

Graphique 1 : Plage des mesures de l'inflation fondamentale et écart de production



L'évolution de ces trois mesures au cours des dernières années démontre de façon convaincante la pertinence de la courbe de Phillips au Canada⁸. Reprenons à 2014-2015 : durant cette période les prix du pétrole ont dégringolé, la croissance a ralenti et l'économie s'est mise à fonctionner en deçà de son potentiel; l'inflation fondamentale était alors bien inférieure à 2 %. L'économie canadienne s'ajustant au choc des prix du pétrole, l'écart de production a commencé à rapidement se resserrer en 2017. Au second semestre de cette année-là, l'inflation fondamentale a remonté vers notre cible, réagissant avec un léger décalage au rétrécissement de l'écart. Depuis, nos mesures privilégiées de l'inflation fondamentale sont restées proches de 2 %. Cela concorde avec notre estimation selon laquelle l'économie a tourné près de son potentiel pendant la majeure partie de cette période.

Aujourd'hui, la Banque publie une évaluation actualisée de ses mesures de l'inflation fondamentale, qui montre que celles-ci demeurent adéquates⁹. Elles

⁷ Ces trois mesures sont l'IPC-tronq, l'IPC-méd et l'IPC-comm. Pour des précisions, voir le [document d'information](#) d'octobre 2016 sur le renouvellement de la cible de maîtrise de l'inflation.

⁸ Il reste à savoir pourquoi la courbe de Phillips, qui décrit la relation entre l'inflation et l'écart de production, semble se maintenir davantage au Canada que dans d'autres grandes économies, en particulier depuis la crise financière mondiale. Il existe toutes sortes d'explications possibles, par exemple : parce que les attentes d'inflation sont mieux ancrées au Canada ou encore parce que la marge sous-jacente de ressources inutilisées sur le marché du travail est moins grande, la Grande Récession qui a suivi la crise ayant été moins grave au Canada.

⁹ Voir H. Lao et C. Steyn (2019), *A Comprehensive Evaluation of Measures of Core Inflation for Canada: An Update*, document d'analyse du personnel n° 2019-9, Banque du Canada. Il faut noter que ces mesures ne font pas parfaitement abstraction de l'effet de tout choc de prix relatifs. Par exemple, la composante de l'IPC liée aux dépenses automobiles est idiosyncrasique et

sont moins volatiles que l'inflation mesurée par l'IPC et fortement liées à l'écart de production, avec un décalage.

Ces résultats, qui indiquent une corrélation étroite entre l'inflation sous-jacente et l'écart de production, renforcent notre confiance dans nos projections d'inflation et dans notre cadre de conduite de la politique monétaire.

Les plus récentes données montrent que l'inflation globale est restée exactement à la cible de 2 % en juillet. Ce résultat est légèrement plus élevé qu'attendu, surtout en raison de facteurs temporaires comme la hausse des prix des billets d'avion, des téléphones mobiles et de certains aliments. Nos mesures de l'inflation fondamentale avoisinaient aussi 2 % en juillet, ce qui est conforme avec l'idée que l'écart de production dans l'économie s'est pratiquement résorbé.

Notre décision

Avec tout cela en toile de fond, je vais conclure en vous parlant de la décision que la Banque a prise hier.

Dès le début de nos discussions, mes collègues et moi avons constaté que, d'après les données, l'économie canadienne tourne près de son plein potentiel, le taux de chômage est presque à un creux historique et l'inflation – notre principale responsabilité – est en plein à la cible. La baisse de régime de l'économie enregistrée plus tôt est clairement chose du passé, le marché du travail a été robuste et les marchés du logement ont commencé à rebondir. Même si les niveaux d'endettement des ménages demeurent élevés, les règles de souscription de prêts hypothécaires contribuent à contenir les vulnérabilités financières. Ce point de départ solide est signe que l'économie affiche un degré de résilience appréciable face aux évolutions économiques négatives potentielles.

Cela dit, nous étions d'accord pour dire que les données révèlent certaines sources d'inquiétude. La faiblesse de la consommation en est une. Il est difficile de concilier cette faiblesse de la consommation et la solidité du revenu du travail. Bien entendu, nous sommes aussi préoccupés par la baisse des investissements des entreprises, sans doute liée à la guerre commerciale qui se poursuit et à l'incertitude qui en découle. Nous nous attendons donc toujours à ce que l'activité économique ralentisse pendant la deuxième moitié de l'année.

L'économie canadienne étant dépendante du commerce extérieur, nous avons convenu que la guerre commerciale reste notre principale préoccupation et le plus grand risque concernant nos prévisions. Depuis environ deux ans, l'incertitude entourant les politiques de commerce extérieur pèse sur les investissements des entreprises et les exportations. Et la situation pourrait bien s'aggraver à l'échelle internationale; un choc complexe secouerait alors notre économie et aurait une incidence sur l'offre et la demande.

Dans ce climat d'incertitude, les banques centrales ont adapté leur politique monétaire à leur situation et à leurs perspectives. Cela a contribué à faire baisser

relativement volatile. Ainsi, des variations ponctuelles de prix des automobiles peuvent influencer sur les mesures de l'inflation fondamentale. Cette composante a une incidence plus forte sur l'IPC-méd et l'IPC-tronq que sur l'IPC-comm.

les rendements obligataires et les coûts d'emprunt au Canada. La Banque du Canada continuera à mener sa politique monétaire en fonction de son contexte propre. Nos décisions resteront fondées sur notre cadre de politique monétaire, c'est-à-dire que nous fixerons les taux d'intérêt de façon à atteindre notre cible d'inflation, en tenant compte des implications pour les vulnérabilités financières. Le taux directeur actuel de 1,75 %, qui est inférieur de 50 points de base à celui des États-Unis, continue de soutenir l'économie.

En somme, comme je l'ai dit plus tôt, l'économie du Canada tourne près de son potentiel et l'inflation est à la cible. Cependant, l'escalade des conflits commerciaux et l'incertitude qui en découle pèsent sur les économies mondiale et canadienne. Dans ce contexte, le degré de détente monétaire en place demeure approprié. Pendant que la Banque s'emploie à mettre à jour sa projection à la lumière des nouvelles données, le Conseil de direction portera une attention particulière à l'évolution de la situation mondiale et à son incidence sur les perspectives de croissance et d'inflation au Canada.

J'espère avoir réussi à faire la lumière sur la façon dont la Banque établit les taux. Je vous remercie de votre attention et vous invite à poser vos questions.