



Discours prononcé par Stephen S. Poloz
gouverneur de la Banque du Canada
Société de développement économique de Drummondville
Drummondville (Québec)
16 septembre 2014

Le flottement du huard

Introduction

Je vous remercie de votre aimable invitation. Je suis ravi d'être de retour parmi vous, même si, comme vous le savez sans doute, j'ai changé d'emploi depuis la dernière fois.

Les entreprises de votre région ont traversé une période très difficile dans le sillage de la crise financière mondiale, tout comme de nombreuses autres firmes ailleurs au pays. Les choses se sont certes améliorées depuis, mais notre économie n'est toujours pas revenue à la normale. C'est pourquoi je suis heureux de pouvoir vous rencontrer afin de mieux comprendre votre situation et de vous faire part de mes réflexions.

En tant qu'entrepreneurs, vous savez très certainement que le commerce international ne s'est rétabli qu'en partie, l'économie mondiale étant encore aux prises avec les retombées de la crise. Pour les exportateurs, évidemment, le problème se trouve aggravé par la vigueur relative du dollar canadien. Même s'il est redescendu ces derniers mois, le huard dépasse toujours de plus de 40 % son niveau du début des années 2000.

Bon nombre d'entre vous se demandent peut-être pourquoi la Banque du Canada n'a pas fait plus pour limiter l'appréciation du huard, ou pour l'affaiblir après sa hausse. Après tout, nous avons affirmé à maintes reprises qu'un renforcement des exportations était nécessaire pour ramener l'économie à la normale.

Dans mon discours aujourd'hui, je ferai de mon mieux pour répondre à cette question. Si j'y parviens, vous comprendrez pourquoi tenter de manipuler les taux de change est une mauvaise idée. Je commencerai par mettre les choses en contexte en expliquant le rôle que joue le taux de change dans le régime de ciblage de l'inflation de la Banque. Enfin, j'aborderai ce que nous croyons être nécessaire pour aider notre économie à revenir à la normale, c'est-à-dire à renouer avec une croissance équilibrée et durable.

Le ciblage de l'inflation : la meilleure contribution que la Banque puisse apporter au bien-être économique du Canada

La Banque du Canada a pour mandat de favoriser la prospérité économique et financière du pays. Nous nous acquittons de ce mandat en visant une cible d'inflation, mesurée par l'indice des prix à la consommation. La politique monétaire que nous menons a pour but le maintien de l'inflation à 2 %, soit le point médian d'une fourchette qui va de 1 à 3 %. En poursuivant cette cible, nous mettons en place les conditions propices à une croissance forte et durable.

Un taux d'inflation bas et stable permet aux entreprises et aux consommateurs de prendre leurs décisions financières avec la conviction que la valeur de leur argent ne sera pas érodée par l'inflation. Les parents peuvent épargner en vue de financer les études de leurs enfants ou leur propre retraite sans craindre que l'inflation ne vienne effacer la valeur réelle de leurs économies. Les entreprises peuvent formuler leurs projets d'expansion en se fondant sur des prévisions raisonnables de l'effet qu'aura l'inflation sur les sommes qu'elles devront consacrer aux salaires et aux investissements.

L'histoire témoigne des bienfaits de la maîtrise de l'inflation. Depuis l'adoption du régime de ciblage de l'inflation en 1991, celle-ci s'est établie en moyenne très près de la cible, la croissance économique a été plus stable, et le taux de chômage a été moins élevé et moins variable. Et, au plus fort de la crise, notre régime de ciblage de l'inflation et la crédibilité acquise au fil des ans ont aidé le pays à traverser la tempête.

Naviguer avec la marée de l'économie mondiale

Le taux de change flexible du Canada est un élément essentiel de ce cadre de conduite de la politique monétaire, car il nous aide à naviguer avec la marée de l'économie mondiale.

Notre économie est ouverte sur le reste du monde. Il faut qu'elle le soit, car nous dépendons des ventes à l'étranger pour soutenir notre niveau de vie. Nous possédons un secteur des exportations diversifié, mais nous dépendons des exportations de ressources naturelles davantage que la plupart des autres pays avancés.

C'est pour cette raison que notre monnaie tend à évoluer avec les prix des matières premières, qui, eux, suivent les hausses et les baisses de la demande mondiale. D'ailleurs, nous bénéficions du fait que notre monnaie monte et descend avec la marée de l'économie mondiale. Elle joue ainsi un rôle d'amortisseur. Lorsque l'économie mondiale est vigoureuse, les prix des matières premières augmentent et notre monnaie tend à monter de manière à faciliter l'ajustement de notre économie. À l'inverse, lorsque l'économie mondiale est faible, les prix des matières premières chutent et notre monnaie tend à descendre.

C'est comme une digue flottante à l'entrée d'un port qui monte et descend avec la marée, mais qui absorbe les vagues pour que les eaux à l'intérieur du port restent calmes.

Sans une monnaie flottant librement, les prix, les salaires et le chômage pourraient fluctuer de façon plus marquée, et auraient du coup des conséquences dévastatrices pour les particuliers et les entreprises. Un taux de change flexible est indispensable pour pouvoir mener une politique monétaire indépendante dans l'intérêt du Canada.

Permettez-moi d'illustrer mes propos à l'aide d'un scénario hypothétique. En 2002, le dollar canadien valait environ 65 cents américains. Au début de 2008, il avoisinait la parité. Le cours mondial du pétrole se situait autour de 25 dollars le baril en 2002, mais au début de 2008, il dépassait largement les 100 dollars.

On pourrait difficilement imaginer que le dollar canadien se maintienne aux alentours de 65 cents étant donné cette hausse des prix du pétrole. Comme je l'ai déjà mentionné, il existe un lien lâche mais prévisible entre les prix du pétrole et notre monnaie : un peu comme un chien et son maître quand ils sont reliés par une laisse rétractable.

Mais supposons que nous ayons essayé d'empêcher le dollar canadien de s'apprécier une fois qu'il avait atteint environ 85 cents, en 2005.

Le moyen le plus évident de limiter la hausse du dollar aurait été pour la Banque d'abaisser les taux d'intérêt. Compte tenu de la pression à la hausse sous-jacente exercée sur le dollar par l'augmentation des prix du pétrole, nous estimons que, pour maintenir le huard aux alentours de 85 cents en 2005, il aurait fallu ramener les taux d'intérêt de 4 % à près de zéro.

Comme on peut s'y attendre, l'économie aurait alors été stimulée par deux facteurs : les prix plus élevés du pétrole et les taux d'intérêt extrêmement bas, qui auraient fait augmenter les emprunts et les dépenses.

La combinaison de ces éléments aurait provoqué une surchauffe de notre économie de 2006 à 2008, et l'inflation aurait commencé à dépasser notre cible. Nous estimons que l'inflation aurait frôlé les 4 % en 2008.

Entre parenthèses, rappelons ce qui s'est effectivement passé en 2008 : la crise financière mondiale. Même s'il est délicat d'introduire une parcelle de réalité dans un scénario hypothétique, il convient de noter que si nos taux d'intérêt avaient été proches de zéro à ce moment-là, nous n'aurions manifestement eu aucune marge de manœuvre.

Mais mettons de côté cette complication et allons jusqu'au bout de notre scénario hypothétique. En 2008, l'inflation aurait approché 4 % et continué de grimper. Les coûts de production de vos entreprises auraient augmenté à un rythme de 4 % ou plus, et la compétitivité de nos exportations se serait érodée progressivement, malgré le maintien du taux de change à 85 cents.

Mais l'histoire ne se serait pas arrêtée là. Sa crédibilité anti-inflationniste de plus en plus menacée, la Banque aurait été contrainte d'intervenir : elle aurait abandonné son hypothétique tentative de maîtriser la valeur du huard et aurait relevé sensiblement les taux d'intérêt afin de ralentir la croissance excessive de l'économie, le chômage se serait accru et l'inflation aurait fini par redescendre à la cible. Le taux de change aurait alors dû trouver son propre niveau, la Banque ne pouvant pas en même temps poursuivre la cible d'inflation et stabiliser le taux de change.

Bien qu'il s'agisse d'un simple scénario hypothétique, celui-ci est éclairé par des analyses rigoureuses. Notre tentative de maintenir le dollar à un niveau constant se serait traduite par des fluctuations plus marquées du chômage, de la production et de l'inflation, et, au bout du compte, ne nous aurait pas aidés à conserver notre compétitivité sur le plan international. De plus, nous aurions eu moins de crédibilité en matière de politique monétaire au moment d'agir face à la crise financière. Bref, en ciblant le taux de change, nous aurions perdu notre capacité de mener une politique monétaire indépendante dans l'intérêt du Canada.

De même, on pourrait imaginer un scénario où l'économie américaine gagne en vigueur et la nôtre accuse un retard. Dans ce cas, les taux d'intérêt pourraient augmenter aux États-Unis à un moment où le maintien de l'inflation à notre cible exigerait qu'ils demeurent inchangés de ce côté-ci de la frontière. Si nous cherchions à maintenir le taux de change constant plutôt que de cibler l'inflation, nous devrions probablement relever nos taux d'intérêt au même rythme que les États-Unis; mais, ce faisant, nous risquerions de ramener notre taux d'inflation sous la cible. Encore une fois, tenter de maîtriser le taux de change reviendrait à renoncer à notre politique monétaire indépendante.

Tout cela ne signifie pas pour autant que les variations du taux de change nous laissent indifférents. En fait, nous analysons de près les effets des mouvements de change sur l'économie. Notre objectif, toutefois, n'est pas d'atteindre une valeur particulière pour le dollar. L'objectif est d'atteindre notre cible d'inflation.

Les marchés sont les mieux placés pour déterminer le taux de change. Les transactions poussent le dollar canadien vers une valeur correspondant aux facteurs fondamentaux de notre économie par rapport à ceux de nos partenaires commerciaux. Les marchés fonctionnent 24 heures sur 24, et les nouvelles informations sont prises en compte instantanément par une multitude de participants. Les marchés ne sont pas parfaits - ils peuvent réagir trop fortement ou s'effondrer en périodes de tensions -, mais ils représentent notre meilleure option.

Certains ont fait valoir que la Banque peut jouer sur les deux tableaux : elle peut avoir recours aux taux d'intérêt pour poursuivre sa cible d'inflation, mais intervenir de façon indépendante sur le marché des changes afin d'atteindre un niveau plus souhaitable pour le dollar. Cela suppose d'acheter et de vendre des dollars canadiens en échange de dollars américains sur le marché des changes. Cependant, compte tenu de la profondeur du marché mondial, la Banque serait forcée de réaliser un volume vraiment énorme d'opérations pour avoir ne serait-ce qu'un effet minime sur le taux de change. Cet effet serait en fait de très courte durée, et viendrait nuire à l'excellent travail que les marchés font pour nous au quotidien.

Le seul moment où la Banque pourrait intervenir directement, c'est en cas d'effondrement des marchés. Si cela se produisait, la Banque pourrait offrir de conclure des transactions comme acheteur ou vendeur jusqu'à ce que les opérations reprennent normalement. Autrement dit, elle n'interviendrait qu'en situation d'urgence, soit en cas de défaillance des marchés pour une raison quelconque.

Par ailleurs, d'autres ont avancé que la Banque pourrait donner des indications verbales au marché des changes quant à la valeur du dollar. Ceux qui proposent cette solution supposent que la Banque comprend mieux que le marché les facteurs macroéconomiques fondamentaux qui influent sur le dollar. Cette thèse est difficile à soutenir. Notre taux de change dépend d'une vaste gamme de déterminants intérieurs et extérieurs, dont bon nombre échappent à l'influence de la Banque. Il vaut mieux que cette multitude d'effets soient évalués et débattus au sein de marchés profonds plutôt qu'à l'aide d'un simple modèle statistique élaboré par la banque centrale.

Bref, je crois aux marchés. Les manipuler ou tenter de les orienter ne fait pas partie de notre plan de match. Ce que la Banque a fait et continuera de faire, c'est d'être aussi claire que possible dans son évaluation des forces à l'œuvre au sein de l'économie et des principales sources d'incertitude et de risque.

Afin de prendre en compte davantage cette incertitude dans le dialogue sur la politique monétaire, nous avons apporté certains changements à nos analyses et à nos communications au cours de la dernière année. Nos efforts reflètent le fait que le travail des banques centrales est en train d'être adapté en temps réel à l'environnement en pleine évolution.

Nous avons commencé à présenter nos prévisions de croissance et d'inflation sous forme de fourchettes plutôt que de points et accordé une importance encore plus grande à l'incertitude et aux risques dans le *Rapport sur la politique monétaire*. Nous avons affiné notre analyse des risques planant sur la stabilité financière et accru la visibilité de la *Revue du système financier*. En outre, nous avons commencé à offrir une description plus détaillée du rôle joué par ces risques dans nos discussions sur la politique à mener. Ces changements ont accru la transparence de la prise de décision, et le message de la Banque ne repose plus sur une mécanique de précision, comme c'était perçu dans le passé, mais plutôt sur ce qu'on appelle maintenant la gestion des risques.

Le retour à la normale : une séquence naturelle

Parlons à présent du message de la Banque.

Au lendemain de la crise financière, notre secteur des exportations s'est fortement contracté. Le secteur des ménages, et en particulier l'investissement dans le logement, a pris la relève en raison des taux d'intérêt qui se situaient à des creux inégaux. Toutefois, nous ne pouvons pas compter indéfiniment sur une croissance dopée par la politique monétaire pour maintenir notre niveau de vie.

L'économie canadienne doit prendre un tournant majeur vers une croissance plus durable. Premièrement, les exportations, moteur naturel de la croissance économique au Canada, doivent se redresser de façon importante. Il s'ensuivra des dépenses d'investissement des entreprises plus fortes, lesquelles seront accompagnées d'une progression plus marquée de l'emploi. Cette succession d'événements contribuera à absorber les capacités excédentaires et ainsi à ramener l'inflation à notre cible de 2 % de façon durable. Et en cours de route, on observera une réduction graduelle des risques entourant la stabilité financière au pays, tels que les déséquilibres dans le secteur des ménages.

Il s'agit là d'une séquence naturelle dont nous suivrons l'évolution de près. Son point de départ, et l'ingrédient le plus important, est un fort redressement des exportations.

Qu'est-ce qui provoquera cette relance essentielle des exportations? Eh bien, les exportations de produits énergétiques ouvrent déjà la voie. Elles constituent la source principale de la croissance naturelle de notre économie aujourd'hui : de nouvelles exportations de produits énergétiques, de nouveaux investissements, de nouveaux emplois. Qui plus est, la montée des cours du pétrole pousse les revenus à la hausse dans l'ensemble du pays, ce qui crée également des emplois. Toutefois, la progression des exportations de produits énergétiques ne peut à elle seule compenser les pertes subies depuis la crise au chapitre des exportations.

Les exportations hors énergie auront aussi un rôle à jouer, mais elles ont été très modestes depuis plusieurs années, du moins jusqu'à récemment. Après avoir été faibles au début de l'année, elles ont bondi ces derniers mois. Environ la moitié de ce redressement était dû aux conditions météorologiques, les exportations ayant été retardées pendant l'hiver. Mais des signes précurseurs de reprise commencent à poindre derrière ces fluctuations.

Néanmoins, le fait est que l'évolution de l'économie mondiale demeure incertaine, et, comme prévisionnistes, nous avons à l'esprit les déceptions successives qu'elle a provoquées ces dernières années. L'Europe est de toute évidence le principal point d'interrogation. Quoi qu'il en soit, l'économie américaine semble revenue sur la bonne voie et montre maintenant des signes de dépenses d'investissement accrues, lesquelles sont normalement associées à un raffermissement des exportations canadiennes de machines et de matériel, de matériaux d'emballage, de matières industrielles et de services aux entreprises. Bon nombre de ces secteurs sont également sensibles aux fluctuations du taux de change, si bien que le dollar plus faible contribue à stimuler encore davantage les ventes à l'étranger.

On peut certainement s'attendre à ce que nos prévisions se concrétisent ici même à Drummondville, puisque cette région du pays a toujours été tributaire des exportations. Les entreprises d'ici investissent afin de diversifier leurs gammes de produits et leur clientèle, et se positionnent pour tirer parti de nouvelles occasions de croissance. La région, qui produisait traditionnellement surtout du textile et du mobilier, met maintenant l'accent sur la fabrication d'un large éventail de produits techniques à valeur ajoutée, tels que les machines et le matériel, les matériaux de construction et d'emballage, et les produits du plastique et du caoutchouc - certains des secteurs mêmes qui devraient être les moteurs du redressement de nos exportations.

Cela dit, d'autres secteurs d'exportation éprouvent des difficultés depuis bien avant la crise financière. Pour eux, le chemin de la restructuration est long et parsemé d'embûches. Ainsi, il faudra peut-être beaucoup de temps avant de regagner une partie du terrain perdu.

On peut aussi s'attendre à voir émerger de toutes nouvelles activités d'exportation menées par des sociétés d'exportation nouvellement créées. Je n'ai sûrement pas besoin de vous rappeler que de nombreuses entreprises ont

été rayées de la carte pendant la crise. Normalement, lorsque l'économie se remet à tourner à plein régime, l'ensemble des entreprises reprend de la vigueur, et de nouvelles firmes apparaissent sur les marchés d'exportation et créent de nouveaux produits, de nouveaux services et, surtout, de nouveaux emplois. Malheureusement, la croissance de la population des entreprises a été très faible depuis 2008, et selon les données préliminaires, cette population n'a pas progressé en 2013. Toutefois, comme les ingrédients sont en place, nous avons bon espoir que cette croissance reprendra en 2014-2015.

Tout bien considéré, nous manifestons un optimisme prudent à l'égard de l'avenir de nos exportations. Il faudra plus que quelques mois pour établir une tendance et plus de temps encore pour qu'elle se traduise par des investissements et des taux d'embauche plus élevés, mais la séquence naturelle tant attendue semble s'amorcer.

Conclusion

Permettez-moi de conclure. Il est tout simplement impossible de traiter en profondeur des perspectives d'évolution du taux d'inflation au Canada et de notre politique monétaire sans comprendre les effets du taux de change sur l'économie.

Mais à la Banque du Canada, il est hors de question d'essayer de contrôler le dollar. Qu'on parle d'oiseau ou de monnaie, un huard qui flotte est beau à voir, du moins selon l'économiste devant vous.

Notre travail consiste à comprendre le contexte et à ajuster les taux d'intérêt à court terme dans le but d'atteindre notre cible d'inflation. Ce travail est déjà bien assez exigeant. C'est au *marché* qu'il incombe de surveiller au jour le jour les données économiques et d'en déduire les implications pour les autres marchés financiers, y compris le taux de change. Ce travail aussi est difficile, mais ce n'est pas le nôtre.

En réalité, la Banque ne peut pas accomplir son travail comme il se doit à moins que le marché en fasse autant, et vice versa. Et la Banque s'est évertuée à accroître la transparence des divers éléments de l'incertitude qui ont compliqué sa tâche, et cette transparence accrue aide les marchés à mieux jouer leur rôle.

Et ce n'est pas juste de la théorie. Dans les faits, tout cela aide aussi les gens d'affaires comme vous à bien faire leur travail.