



**Déclaration préliminaire de Stephen S. Poloz  
gouverneur de la Banque du Canada  
conférence de presse suivant la publication  
du *Rapport sur la politique monétaire*  
Ottawa (Ontario)  
15 juillet 2015**

Bonjour. La première sous-gouverneure Wilkins et moi sommes ravis d'être parmi vous encore une fois pour répondre à vos questions sur l'annonce d'aujourd'hui concernant les taux d'intérêt et sur le dernier *Rapport sur la politique monétaire* (RPM). Je commencerai par quelques observations sur les enjeux qui ont revêtu le plus d'importance dans les délibérations du Conseil de direction.

Depuis la parution de notre dernier RPM, en avril, l'évolution de l'économie mondiale a été particulièrement décevante, ce qui nous a amenés à réviser fortement à la baisse notre estimation de la croissance au Canada pour 2015. Cette révision tient à trois facteurs :

Premièrement, les producteurs canadiens de pétrole ont abaissé leurs prévisions à long terme relatives aux prix mondiaux du pétrole et ont réduit leurs projets de dépenses d'investissement encore davantage qu'ils l'avaient annoncé précédemment.

Deuxièmement, l'économie chinoise subit une transition structurelle vers une croissance plus lente alimentée par la demande intérieure, ce qui réduit les exportations canadiennes d'une vaste gamme d'autres produits de base.

Troisièmement, les exportations canadiennes hors ressources ont aussi fléchi ces derniers mois. Même si ce fléchissement est dû en partie au recul de l'économie américaine au premier trimestre, il reste difficile à expliquer et mérite qu'on s'y penche davantage.

Compte tenu de l'effondrement des cours pétroliers et de la baisse des prix d'autres produits non énergétiques clés, l'économie suit maintenant deux trajectoires de croissance différentes : la trajectoire des ressources et la trajectoire hors ressources. Ces trajectoires ne sont pas indépendantes – l'annulation d'un investissement dans le secteur pétrolier aura souvent un effet négatif sur le secteur manufacturier, par exemple. Mais nous pouvons illustrer la situation à l'aide de décompositions sommaires. J'attire votre attention sur le Graphique 18, à la page 20 du RPM. On peut y voir la chute marquée de la production de pétrole et de gaz, qui constitue 10 % de notre économie, et le ralentissement de la production de matières premières non énergétiques, qui représente 8 % de plus. Les 82 % restants connaissent une croissance continue, quoiqu'elle ait légèrement ralenti depuis le début de l'année, compte tenu du recul de l'activité aux États-Unis et des répercussions de l'évolution du secteur des ressources.

À mesure que la trajectoire hors ressources regagnera en vigueur, elle devrait devenir dominante globalement. Nous nous attendions à ce que ce mouvement s'amorce au deuxième trimestre. Mais cela n'a pas été le cas, en raison des trois facteurs que j'ai énumérés plus tôt.

Un changement majeur des termes de l'échange du pays constitue l'une des situations les plus complexes auxquelles un prévisionniste économique peut faire face. Nous avons dit dès le départ que la baisse des prix du pétrole aurait des effets aussi bien négatifs que positifs sur le Canada, mais que les effets négatifs seraient dominants et se feraient sentir en premier. Les effets positifs seraient plus graduels et se traduiraient par une hausse des dépenses de consommation ici et aux États-Unis ainsi que par une amélioration des exportations hors ressources, du fait d'une augmentation des dépenses aux États-Unis et d'une baisse du dollar canadien.

Ces effets positifs ont été lents à se manifester, mais on peut les voir à l'œuvre. Les sous-secteurs des exportations qui sont normalement sensibles aux mouvements du taux de change ont affiché une meilleure tenue que les autres. Les répercussions sur l'économie américaine semblent avoir été en grande partie temporaires, au vu de la vigueur affichée par le marché du travail aux États-Unis. Dans le secteur hors ressources de l'économie canadienne, la tenue du marché du travail a été bonne et, selon nos conversations avec les entreprises, les contraintes de capacité augmentent. Cela implique une hausse probable de l'investissement et des gains au chapitre de l'emploi dans les prochains mois. Bref, on s'attend à ce que ces tendances positives commencent à contrebalancer les effets négatifs exercés par le secteur des ressources au cours des prochains mois.

Ces considérations ont occupé une place prépondérante dans les délibérations du Conseil de direction, car l'état de la demande globale dans l'économie par rapport à la capacité de production du pays est ce qui détermine nos perspectives concernant l'inflation. L'économie fonctionne en deçà de son plein potentiel depuis un certain temps; c'est pourquoi nous estimons que la tendance sous-jacente de l'inflation se situe aux alentours de 1,5 à 1,7 %. L'inflation mesurée par l'indice de référence est plus élevée que la tendance sous-jacente parce qu'une baisse du dollar fait augmenter les prix des importations. L'inflation mesurée par l'IPC global est beaucoup plus basse en raison des diminutions passées des prix du carburant. À mesure que les effets temporaires se dissiperont, toutes ces mesures de l'inflation convergeront vers la tendance sous-jacente.

La faible tenue de l'économie au premier semestre de l'année signifie qu'il existe une marge plus élevée de capacités inutilisées au sein de l'économie canadienne, ce qui accroît les pressions à la baisse sur la tendance sous-jacente de l'inflation. Pour reprendre le vocabulaire de notre cadre de gestion des risques, les trois facteurs que j'ai mentionnés plus tôt nous ont fait sortir de la zone neutre et nous ont menés à un endroit où le risque à la baisse sur l'inflation future est considérable. Cela supposerait un retour plus lent au plein potentiel de l'économie et à une inflation de 2 % qui soit durable.

Parallèlement, les risques entourant la stabilité financière demeurent élevés, en particulier, les vulnérabilités liées à l'endettement des ménages et la hausse des prix des maisons. Et nous devons reconnaître que la décision d'aujourd'hui pourrait aggraver ces vulnérabilités. Toutefois, comme nous l'avons indiqué dans la *Revue du système financier*, les vulnérabilités financières se traduiraient habituellement en risques à part entière – avec les conséquences que cela suppose pour l'économie – uniquement s'il y avait un élément déclencheur, comme une baisse généralisée et marquée de l'activité économique et de l'emploi. Le choc des termes de l'échange que nous subissons, qui s'est déjà traduit par une augmentation des capacités excédentaires et des pressions à la baisse sur l'inflation, pourrait représenter cet élément déclencheur si on n'y réagit pas.

Par conséquent, le Conseil de direction a convenu qu'en agissant maintenant, la Banque remplissait sa mission première – la poursuite de la cible d'inflation – et contribuait à la gestion des risques liés à la stabilité financière même si, ce faisant, les vulnérabilités financières étaient susceptibles de s'accroître.

Permettez-moi de vous rappeler que la politique monétaire fait sentir ses effets avec de longs délais et qu'il existe de nombreux canaux de transmission par lesquels les changements de taux d'intérêt se répercutent sur l'économie, y compris les rendements des obligations à long terme et le taux de change. Ces facteurs doivent être pris en compte au moment de prédire quand et comment l'économie réagira à nos actions. Il est aussi difficile d'établir le moment précis où l'économie canadienne atteindra son plein potentiel et l'inflation retournera à la cible de façon durable – cela pourrait aussi bien être plus tôt qu'escompté que plus tard.

Je vous rappelle par ailleurs que nos perspectives sont entachées de nombreux éléments incertains et risques, qui sont abordés dans le RPM. À cet égard, je pourrais en outre mentionner la perspective d'une hausse des taux d'intérêt aux États-Unis. Même si nous ne savons précisément à quel moment elle se produira, nous avons dit à de nombreuses reprises qu'elle serait la bienvenue, car elle irait de pair avec des perspectives d'évolution plus positives pour les États-Unis. Néanmoins, comme l'économie canadienne est aux prises avec un choc important des termes de l'échange, il est probable qu'elle soit moins synchronisée avec l'économie américaine que par le passé. De plus, il serait à prévoir que les hausses des rendements obligataires mondiaux seraient importées du moins en partie au Canada – ce qui aurait possiblement des implications pour le dollar canadien, et produirait un effet net incertain sur notre économie.

En conclusion, l'économie canadienne subit un ajustement notable et complexe, alors qu'elle tente toujours de se protéger des vents contraires qui persistent à l'échelle du globe. De l'avis du Conseil de direction, la décision d'aujourd'hui est nécessaire pour aider l'économie à s'ajuster à cette situation exceptionnelle.

Sur ce, Carolyn et moi serons heureux de répondre à vos questions.