



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

**Discours prononcé par Stephen S. Poloz
gouverneur de la Banque du Canada
Les petits-déjeuners du maire
Ottawa (Ontario)
7 janvier 2016**

La vie après le relèvement du taux directeur : divergence et normalisation de la politique monétaire américaine

Introduction

Bonjour et bonne année à tous.

Nous voici donc au début de 2016, soit près de huit ans après la crise financière mondiale, qui a semé les germes du ralentissement économique le plus synchronisé de tous les temps à l'échelle du globe. On a évité une répétition de la Grande Dépression des années 1930, mais la reprise a été tout sauf synchronisée.

En fait, la « divergence » est devenue le thème dominant de l'économie mondiale. À une extrémité du spectre, la Réserve fédérale des États-Unis vient tout juste d'amorcer le processus de normalisation de son taux directeur après l'avoir maintenu près de zéro pendant sept ans. À l'autre extrémité, la Banque centrale européenne (BCE) a récemment abaissé le taux d'intérêt de la facilité de dépôt à -0,3 %. D'autres banques centrales, dont la Banque du Canada, ont aussi réduit leur taux directeur l'année dernière.

Il est très important de comprendre les raisons de ces divergences en matière de politiques. D'une part, ces divergences reflètent simplement les mesures prises par les banques centrales en fonction de l'économie de leur pays. Cependant, les forces sous-jacentes à l'œuvre au sein de l'économie mondiale sont puissantes et agissent lentement, et elles influent sur les diverses économies de manières différentes. C'est donc dire que le thème de la divergence – tant sur le plan financier qu'économique – demeurera sans doute un sujet d'actualité pendant un certain temps encore.

Conditions financières divergentes

L'action menée récemment par la Réserve fédérale est la première étape d'un processus de normalisation de la politique monétaire long et mesuré. Cette

Je tiens à remercier Bob Fay et Mark Kruger de l'aide qu'ils m'ont apportée dans la préparation de ce discours.

évolution est positive, car elle suppose que, grâce à la reprise aux États-Unis, les conditions ayant mené à la crise financière sont en grande partie chose du passé.

Quoique ce processus de normalisation soit adapté à l'économie américaine, il aura des implications pour le Canada. L'un des effets auxquels nous pouvons nous attendre avec le temps est une décompression des primes de terme à l'échelle du globe. Permettez-moi d'expliquer ce point en termes simples.

Les banques centrales, comme la Réserve fédérale, la BCE, la Banque d'Angleterre et la Banque du Japon, ont eu recours à des achats massifs d'actifs (l'« assouplissement quantitatif », si vous préférez) et à d'autres politiques non traditionnelles, comme les indications prospectives, pour faire baisser les taux d'intérêt à long terme. L'effet expansionniste de la politique monétaire sur l'économie a ainsi été généralisé. Les investisseurs ont exigé une prime moins élevée pour détenir des titres de créance à plus long terme – ce qu'on appelle la prime de terme s'est contractée à l'échelle mondiale.

À mesure que la normalisation de la politique monétaire se poursuit aux États-Unis, les taux d'intérêt à long terme dans ce pays vont naturellement s'inscrire en hausse à la faveur de la décompression des primes de terme. Les marchés financiers canadiens sont étroitement liés aux marchés américains et, par le passé, des taux d'intérêt à long terme plus élevés chez nos voisins du sud se sont traduits par des taux plus élevés chez nous.

Prenons par exemple les rendements des obligations du gouvernement du Canada à cinq ans. Ils constituent une référence clé de notre marché hypothécaire. En moyenne, lorsque les rendements des obligations américaines à cinq ans ont augmenté au cours des trente dernières années, environ les trois quarts de la hausse se sont reflétés dans les obligations canadiennes à cinq ans. Si une décompression notable des primes de terme se produisait dans le contexte actuel au Canada, elle pourrait faire peser un risque à la baisse sur les perspectives d'inflation au pays.

Bien entendu, l'évolution des marchés obligataires américain et canadien dans les prochains mois sera fonction de la conjoncture du moment. La Banque du Canada n'a pas beaucoup d'influence directe sur les taux d'intérêt à long terme. Cependant, elle exerce un contrôle serré sur son taux directeur – le taux cible du financement à un jour au Canada. Elle continuera de mener une politique monétaire indépendante en réaction au contexte économique de notre pays afin d'atteindre le taux d'inflation de 2 % qu'elle vise. C'est là sa mission première. Elle dispose d'un certain nombre d'outils – traditionnels et non traditionnels – pour atténuer les risques entourant sa cible d'inflation et le système financier canadien, s'ils venaient à se matérialiser.

Conditions économiques divergentes

Comme je l'ai dit au début, la divergence que nous observons à l'échelle mondiale sur le plan des politiques monétaires émane de la réaction des banques centrales aux besoins particuliers de l'économie de leur pays.

L'une des forces majeures touchant presque toutes les économies est le recul marqué des prix de l'énergie et d'autres ressources survenu depuis environ un

an. Ce recul semble tenir principalement à la capacité d'approvisionnement accrue pour une vaste gamme de produits de base – un cycle décrit dans les manuels d'économie, maintes fois répété, et découlant d'une longue période de prix élevés. Cette baisse des prix des produits de base se répercute sur les divers pays de manières très différentes selon qu'ils sont exportateurs nets ou importateurs nets de ressources.

Les économistes ont recours à une mesure appelée « termes de l'échange » pour évaluer l'incidence de ce type de choc sur une économie. Il s'agit du ratio des prix qu'un pays obtient de ses exportations aux prix qu'il paie pour ses importations. Ainsi, une hausse des termes de l'échange signifie que le revenu du pays augmente. Une baisse des termes de l'échange, par contre, se traduit par une diminution du revenu du pays dans son ensemble.

En tant que gros exportateur de ressources, le Canada a vu ses termes de l'échange s'inscrire fortement en hausse de 2001 à 2008, et ceux-ci sont restés généralement élevés jusqu'au milieu de 2014. Depuis, toutefois, la baisse des prix mondiaux du pétrole et d'autres matières premières a annulé la majorité de cette hausse. Mesuré en taux annuels, ce mouvement correspond à une perte de plus de 50 milliards de dollars en revenu national, ou quelque 1 500 dollars pour chaque Canadien.

Ce choc donne lieu à des ajustements économiques importants et complexes au Canada, soit à un renversement des forces qui stimulaient notre économie pendant les années où les prix des ressources augmentaient. Pour nous aider à comprendre ces forces, rappelons-nous ce que l'économie a subi durant la période d'augmentation des prix du pétrole.

En 2002, lorsque les prix du pétrole s'établissaient à quelque 25 dollars américains le baril, les investissements dans les secteurs pétrolier et gazier représentaient environ 17 % de l'ensemble des investissements des entreprises ici au Canada. En 2014, ce chiffre a grimpé à 30 %. La part du pétrole et du gaz dans les exportations canadiennes de marchandises a presque triplé pendant la même période. Cette importance accrue de notre secteur de l'énergie constituait une réponse naturelle à la montée des prix du pétrole. Comme le monde offrait plus pour chaque baril, nous avons investi davantage dans nos capacités et un plus grand nombre de Canadiens sont allés travailler dans les provinces productrices de pétrole. Voilà également pourquoi l'incidence de la chute soudaine des prix du pétrole a été aussi importante.

Les importateurs nets de ressources naturelles, comme les États-Unis et l'Europe, sont témoins du phénomène inverse. Leur revenu global est maintenant plus élevé, parce que les prix de leurs importations sont inférieurs aux prix de leurs exportations. Cependant, d'autres économies à forte intensité de produits de base, comme l'Australie, le Mexique, le Chili et le Brésil, sont aux prises avec des conditions similaires à celles du Canada.

Bien entendu, la plupart des pays possède une structure économique interne diversifiée. C'est certes le cas du Canada. Ainsi, tout comme nous observons des divergences dans la tenue des économies des pays face aux prix des ressources plus bas, nous voyons aussi des divergences d'un secteur et d'une région à l'autre ici au Canada.

Par exemple, le taux de chômage dans les provinces où l'industrie énergétique est fortement présente, à savoir l'Alberta, la Saskatchewan et Terre-Neuve-et-Labrador, a monté de plus de deux points de pourcentage depuis novembre 2014, alors qu'il est demeuré inchangé dans le reste du pays. Cette divergence est aussi manifeste dans les dépenses de consommation. Les ventes de véhicules automobiles ont baissé d'environ 10 % dans ces trois provinces pendant cette période, alors qu'elles ont grimpé de plus de 10 % ailleurs.

Le fait est qu'une baisse des prix des produits de base, comme celle que nous avons observée, constitue l'un des chocs les plus complexes auxquels un décideur public peut être confronté. Nous savons que l'incidence globale sur le Canada est indéniablement négative, en raison de la perte de revenu tiré de l'exportation de produits de base que j'ai mentionnée plus tôt. Néanmoins, à l'échelle du globe, les effets positifs sur les pays importateurs feront plus que compenser les effets négatifs sur les pays exportateurs, ce qui aura une incidence nette positive sur la croissance mondiale.

Toutefois, la complexité réelle se trouve en arrière-plan, car le recul des prix des produits de base déclenche des forces sectorielles et régionales qui peuvent prendre des années avant de produire leurs effets. Mentionnons notamment une augmentation des dépenses de consommation en réaction à la baisse des coûts de l'énergie, un repli des investissements et de l'emploi dans le secteur des ressources et une hausse des investissements et de l'emploi dans les secteurs hors ressources. Autrement dit, l'inverse de ce qui s'est passé de 2002 à 2014.

Il n'existe pas de mesure de politique simple dans cette situation. Les forces mises en branle doivent simplement se dissiper d'elles-mêmes. Le processus d'ajustement économique peut être difficile et pénible pour les gens, et il existe des politiques pouvant aider à amortir ces effets, mais les ajustements devront être opérés tôt ou tard.

L'instrument qui peut le mieux favoriser les ajustements dans ces circonstances est un taux de change flexible. De fait, c'est précisément la raison pour laquelle les pays choisissent de se doter de taux de change flexibles – pour protéger l'économie de chocs qui entraînent ce type de divergence.

Nous avons maintes fois observé ce mécanisme d'ajustement ces derniers mois. Les pays producteurs de ressources dont les termes de l'échange sont en baisse, comme le Canada, l'Australie et le Mexique, ont vu leur monnaie se déprécier par rapport aux pays qui sont des consommateurs nets de ressources, comme les États-Unis. Ce n'est pas une coïncidence si le dollar canadien se situe environ au même niveau qu'en 2003 et en 2004 : c'est aussi le cas des prix du pétrole.

Voyons comment cela fonctionne. Comme je l'ai dit, les prix plus bas des ressources donnent lieu à une diminution de revenu pour le Canada tout entier. La croissance économique ralentit, tout comme au début de l'an passé. Au départ, le ralentissement était concentré dans les régions productrices de pétrole, les entreprises réduisant leurs dépenses d'investissement. Puis, il a commencé à toucher d'autres secteurs par l'intermédiaire des chaînes d'approvisionnement et de la diminution des dépenses de consommation à mesure que les travailleurs étaient mis à pied. Dans ce contexte, et en prévision

de la propagation des effets, la Banque a abaissé le taux directeur pour contribuer à amortir le choc sur l'économie et à maintenir l'inflation à la cible.

La dépréciation de notre monnaie fait naturellement partie de ce processus. Elle a de nombreuses conséquences simultanées.

Premièrement, elle compense partiellement la chute des prix des produits de base, qui sont habituellement libellés en dollars américains. Autrement dit, les revenus en dollars canadiens diminuent moins pour les exportateurs de produits de base que les revenus en dollars américains.

Deuxièmement, le dollar en baisse fait augmenter les revenus en dollars canadiens des exportateurs d'autres biens qui sont souvent libellés eux aussi en dollars américains. Cela permet alors à ces entreprises de rivaliser plus efficacement avec leurs concurrents et de conclure davantage de ventes dans l'avenir. Cette augmentation des ventes finit par entraîner une hausse de la croissance et des investissements dans les secteurs hors ressources de l'économie, et créer plus d'emplois. Bref, la dépréciation du taux de change aide les secteurs hors produits de base à prendre le relais du secteur des produits de base comme moteurs de la croissance de l'économie.

On a déjà observé un raffermissement de la croissance des exportations de biens hors produits de base, tels que les machines et le matériel, les meubles, les produits pharmaceutiques ainsi que le matériel aérospatial et électronique, pour n'en nommer que quelques-uns. Ce regain aide à contrebalancer la faiblesse dans le secteur des ressources, qui est liée à la baisse des prix des matières premières. Cependant, il faudra du temps avant que ce processus naturel se traduise par un accroissement des dépenses d'investissement et la création d'emplois.

Troisièmement, – et cette partie du processus va sembler moins souhaitable – la baisse du dollar canadien fait monter pour tout le monde le prix des biens importés. Par conséquent, les répercussions de la perte de revenu s'étendent à l'ensemble de l'économie, plutôt que toucher seulement le secteur des produits de base.

Quoi qu'il en soit, l'économie canadienne affiche des disparités régionales et sectorielles importantes, les régions productrices de ressources étant frappées beaucoup plus durement. Le taux de change ne pouvant pas absorber complètement le choc dans chacun des secteurs et chacune des régions, ces ajustements sous-jacents se poursuivront encore un certain temps.

Comme d'autres pays exportateurs de produits de base se trouvent dans une situation semblable, et que la faiblesse de la monnaie persiste au Japon et en Europe, la valeur du dollar américain a augmenté de façon continue à l'échelle du globe. Certains observateurs ont manifesté de l'inquiétude à l'égard des effets perturbateurs de la variabilité excessive des taux de change et ont indiqué que l'appréciation du dollar américain pourrait faire dérailler la croissance mondiale. Permettez-moi d'aborder chacun de ces deux points.

Premièrement, il importe de se rappeler que la variabilité des taux de change et des taux d'intérêt est naturelle; en général, les marchés financiers réagissent aux mouvements des variables économiques fondamentales. Donc, lorsqu'on pense

aux variations sur les marchés financiers et à leur incidence possible sur l'économie, il est primordial de ne pas perdre de vue la cause sous-jacente de ces variations et leurs répercussions.

Si les marchés financiers ne réagissaient pas à ces phénomènes sous-jacents, ou si cette variabilité financière était supprimée d'une façon ou d'une autre, l'ajustement au choc fondamental reposerait alors entièrement sur les variables économiques les plus importantes, telles que l'emploi et l'inflation. Comme dirigeant de banque centrale, je veux voir de la stabilité dans ces variables, tandis que la variabilité est absorbée en grande partie par les marchés financiers. Cette variabilité contribue à amortir le choc sur l'ensemble de l'économie.

Concrètement, examinons ce qui se passerait si les prix des produits de base reculaient de façon marquée et que le dollar canadien commençait à baisser, mais que la Banque du Canada intervenait pour empêcher cette dépréciation. Elle relèverait le taux directeur et ralentirait ainsi l'économie canadienne au complet, et le processus d'ajustement au choc des prix des produits de base serait plus lent et plus douloureux.

Deuxièmement, certains commentateurs ont dit craindre que l'appréciation du dollar américain puisse modérer la croissance. De fait, les exportations nettes des États-Unis se sont détériorées au cours de la dernière année, à mesure que le dollar américain s'appréciait.

Cependant, en se concentrant sur les conséquences économiques possibles des mouvements de change, on passe à côté de l'essentiel. Le dollar américain ne s'est pas apprécié de façon fortuite, mais dans le contexte d'une expansion solide de l'économie américaine et d'un ralentissement de la croissance ailleurs. Par conséquent, la hausse du dollar américain pourrait être à l'origine d'une modération de la croissance du PIB des États-Unis, passant par une hausse des importations et une baisse des exportations, mais elle ne freine pas la demande américaine. En réalité, l'appréciation du dollar américain réoriente une partie de l'expansion de la demande américaine vers l'extérieur, ce qui stimule la croissance dans d'autres pays. Autrement dit, l'appréciation du dollar américain ne bride pas la croissance à l'échelle du globe, elle la redistribue.

Depuis le milieu de 2014, les pays affichant une dégradation de leurs termes de l'échange constatent en général une amélioration de leurs exportations nettes, en termes réels, alors que ceux dont les termes de l'échange se bonifient observent le contraire. C'est ainsi que les taux de change flottants facilitent la redistribution de la demande – des pays bénéficiant d'une augmentation des revenus aux pays confrontés à une baisse des termes de l'échange –, et ce processus favorise une meilleure synchronisation de la reprise.

Il n'en reste pas moins que la nature multidimensionnelle de ce choc mondial complique beaucoup le processus d'ajustement. Par exemple, alors que le Canada procède à des ajustements, certains de ses concurrents font de même, et leur monnaie se déprécie comme celle du Canada. Cela rend le processus d'ajustement plus difficile que si le Canada était le seul pays à devoir s'ajuster.

Cela devrait servir à nous rappeler qu'un taux de change flexible n'est pas une panacée en matière de politiques. D'autres mesures complémentaires peuvent

être déployées, offrant un éventail plus large d'amortisseurs de chocs tout en encourageant les ajustements à long terme qui s'imposent, y compris l'adoption de politiques budgétaires et de mesures destinées à rendre les marchés du travail plus souples.

Taux de change et inflation

Avant de conclure, j'aimerais dire quelques mots sur le lien qui existe entre ce que je viens de vous expliquer et la mission première de la Banque, soit la maîtrise de l'inflation. L'incidence d'un choc des termes de l'échange est extrêmement complexe. Tandis que des revenus moindres engendrent un recul de la demande et exercent des pressions à la baisse sur l'inflation, la dépréciation de la monnaie entraîne une hausse des prix des biens et services importés. C'est ce qu'on observe au Canada en ce moment même. La Banque mettra à jour ses estimations et publiera dans quelques semaines de nouvelles perspectives complètes concernant l'économie canadienne dans son *Rapport sur la politique monétaire*.

Il est possible d'imaginer une situation où en raison d'une monnaie nettement plus faible, le taux d'inflation d'un pays pourrait se situer bien au-dessus de la cible visée, malgré le maintien de capacités excédentaires persistantes au sein de l'économie. Plus la divergence entre le taux d'inflation et la cible est grande, plus les gens peuvent se mettre à douter de la nature temporaire de la divergence. En d'autres termes, il pourrait y avoir un risque de désancrage des attentes d'inflation. Gérer ce risque pourrait même nécessiter un resserrement de la politique monétaire qui, au bout du compte, ferait passer l'inflation sous la cible.

Le Canada n'est pas dans cette situation. La Banque du Canada a adopté le ciblage de l'inflation il y a presque 25 ans et, de ce fait, les attentes en matière d'inflation au pays sont très bien ancrées. Ces attentes ont certes été mises à l'épreuve à plusieurs reprises depuis la crise, et elles sont demeurées solides.

Cette crédibilité constitue un avantage crucial de notre régime de ciblage de l'inflation. Elle nous permet de faire abstraction des forces inflationnistes que nous estimons temporaires, comme celles découlant des variations du dollar canadien. Nous ne tenons pas notre crédibilité pour acquise; en fait, nous lui accordons beaucoup d'importance et nous ne l'exposerions jamais à un risque.

Comme nous l'avons dit maintes fois au cours de la dernière année, la Banque étudie un certain nombre de questions en prévision du renouvellement de l'entente relative à la cible de maîtrise de l'inflation conclue avec le gouvernement fédéral. L'une de ces questions porte sur la ou les mesures que nous devrions utiliser pour évaluer les pressions inflationnistes sous-jacentes. La mesure de l'inflation fondamentale la plus connue, l'indice de référence, subit des pressions à la hausse en raison de l'incidence de la baisse du dollar canadien sur les prix des biens importés. Ainsi, l'inflation mesurée par l'indice de référence surestime la tendance sous-jacente de l'inflation au sein de l'économie. Plus tard cette année, nous devons décider si la Banque doit continuer de recourir à une mesure de l'inflation sous-jacente et, dans l'affirmative, si elle conservera à cette fin l'indice de référence.

Conclusion

Permettez-moi de conclure. Au moment où l'économie mondiale entame une nouvelle année, la divergence est devenue le thème dominant. Les économies ne réagissent pas toutes de la même manière à une modification notable des cours mondiaux des ressources. Ces réactions différentes ont des implications divergentes pour la politique monétaire, d'un pays à l'autre. On doit s'attendre à une divergence des politiques monétaires.

Les marchés financiers se soucient de la divergence des politiques monétaires depuis un certain temps, et nous devrions nous attendre à ce que ce sujet demeure dans l'actualité encore longtemps. Cela donnera probablement lieu à une variabilité accrue des marchés financiers mondiaux par rapport à ce qu'on a observé récemment. Une telle variabilité est une réaction naturelle aux chocs et joue un rôle d'amortisseur pour l'économie réelle – et les variables importantes comme l'emploi, la croissance et les prix. Les mouvements de change aident les économies, y compris la nôtre, à faire les ajustements qui s'imposent.

Nous avons déjà vécu cette situation. La Banque du Canada continuera à mener une politique monétaire indépendante, ancrée par sa cible d'inflation, et elle se servira des outils à sa disposition pour gérer les risques qui se présenteront.