



BANQUE DU CANADA  
BANK OF CANADA

---

**Discours prononcé par Stephen S. Poloz  
gouverneur de la Banque du Canada  
Chambre de commerce du Yukon  
Whitehorse (Yukon)  
15 juin 2016**

# Économie canadienne : état de la situation

## Introduction

Je suis très heureux d'être ici, en personne, au pays du soleil de minuit. Lors de mon dernier passage, nous étions à la mi-janvier et les gens du coin m'avaient promis que je verrais des aurores boréales... mais il a neigé durant tout mon séjour!

Cette fois, nous pouvons apprécier la beauté naturelle de Whitehorse à la lumière du jour et rencontrer les chefs d'entreprise de la région. Les visites comme celle-ci viennent s'ajouter au travail inestimable effectué par le personnel des bureaux régionaux de la Banque, qui nous aide à rester au courant des points de vue des véritables acteurs de l'économie.

Nul besoin de vous dire que l'économie canadienne a dû affronter sa part de défis ces dernières années. Nos exportations ont chuté, dans la foulée de la crise financière mondiale, et nous avons déploré la perte de nombreuses entreprises exportatrices ainsi que des emplois qu'elles généraient. Depuis 2010, la reprise de l'économie mondiale, et de nos exportations, a été décevante. Les cours élevés du pétrole ont stimulé l'expansion des revenus et entraîné un accroissement des investissements dans le secteur de l'énergie au Canada tout au long de 2014, ce qui a partiellement compensé les mauvaises nouvelles. Mais ces 18 derniers mois, ce moteur de la croissance a lui aussi fait marche arrière.

Nous nous trouvons donc aujourd'hui à mi-chemin entre deux scénarios économiques distincts. D'une part, le secteur des ressources s'adapte à la faiblesse des prix, un ajustement douloureux et complexe qui entraînera des niveaux plus bas de revenu, d'investissement et d'emploi, ainsi que le déplacement de familles au Canada. Il faudra encore environ deux ans pour que ce processus aboutisse. D'autre part, l'économie hors ressources continue de se rétablir du traumatisme de l'après-crise; elle se rapproche de sa pleine capacité avec hésitation, faisant un pas en arrière chaque fois qu'elle fait deux pas en avant.

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

Ne pas publier avant le 15 juin 2016  
à 19 h 40, heure de l'Est

Il y a également les feux de forêt dans le nord de l'Alberta, qui ont dévasté la ville de Fort McMurray, forcé l'évacuation de 90 000 personnes et nuï à l'exploitation des sables bitumineux. Ces incendies sont venus empirer une situation déjà difficile.

Seule constante observée ces dernières années : les consommateurs canadiens. Profitant entre autres des bas taux d'intérêt, ils ont invariablement participé à la croissance économique, surtout par l'entremise du secteur du logement. Résultat? L'endettement des ménages canadiens avoisine des sommets et les risques dans certains marchés du logement nous préoccupent de plus en plus.

Alors, puisque vous vous demandez peut-être comment se porte réellement le Canada, assailli par toutes ces forces économiques conflictuelles, je souhaite vous dresser un état de la situation aujourd'hui. Je vous le dis d'emblée, nous progressons.

Quatre fois par an, la Banque publie son *Rapport sur la politique monétaire* (RPM), qui présente sa plus récente projection concernant l'économie canadienne. Nos prévisions sont fondées sur des modèles, mais elles reposent aussi sur notre jugement, qui est étayé par de vastes consultations avec des entreprises et d'autres intervenants. En fonction de cette projection, nous établissons une trajectoire des taux d'intérêt permettant de maintenir l'inflation projetée à la cible ou de la ramener à la cible dans un délai raisonnable.

À la fin de chaque RPM, nous énonçons plusieurs risques qui entachent notre prévision – des questions qui sont soumises au jugement du Conseil de direction. En principe, si l'un de ces risques se matérialisait, l'inflation projetée dévierait de la cible et une modification de la politique monétaire pourrait être indiquée.

Le Conseil de direction passe beaucoup de temps à débattre et à formuler des jugements relativement à ces risques. J'ai donc pensé qu'il serait intéressant de vous inviter dans cette tente aujourd'hui pour parler de prévisions et de nos observations relatives à l'évolution des principaux risques pesant sur l'économie canadienne depuis la parution du dernier RPM, en avril.

## **La prévision de base et les risques**

Ces 18 derniers mois, le plus grand enjeu concernant notre prévision consistait à surveiller l'adaptation de l'économie du Canada aux bas prix des ressources. L'ajustement s'est d'abord traduit par une forte chute des dépenses d'investissement, surtout dans le secteur pétrolier, mais aussi par un dollar canadien plus bas et deux réductions des taux d'intérêt en 2015.

En avril, nous estimions que l'économie canadienne retournerait vers son plein potentiel au cours de 2016 et 2017 et que, suivant ce scénario, l'inflation s'établirait durablement à notre cible de 2 % d'ici la fin de l'année prochaine. N'eût été des diminutions des taux d'intérêt de l'an passé, il aurait fallu beaucoup plus de temps avant que l'inflation revienne à la cible.

Lorsque nous préparions la projection d'avril, l'économie canadienne semblait en meilleure posture que prévu. Toutefois, notre analyse a fait ressortir qu'on ne pouvait présumer que la poussée de croissance affichée au premier trimestre se

poursuivrait toute l'année; en fait, une partie de la solidité apparente de l'économie était attribuable à un effet de rattrapage après un faible quatrième trimestre, et certains autres facteurs étaient probablement temporaires.

Par conséquent, en avril, notre prévision faisait état d'un ralentissement marqué de l'expansion au deuxième trimestre et d'une remontée satisfaisante au second semestre, en raison notamment du plan budgétaire du gouvernement. Plusieurs risques ont joué un rôle important dans les discussions entourant cette prévision. Je parlerai maintenant des quatre principaux risques et j'expliquerai dans quelle mesure les données économiques ont confirmé ou infirmé, depuis avril, les jugements formulés.

### **Risque 1 : Croissance économique plus forte aux États-Unis**

Abordons en premier lieu le risque le plus évident – à savoir les perspectives de croissance de l'économie américaine –, qui a bien sûr des répercussions directes sur notre scénario concernant la reprise de l'économie canadienne hors ressources.

Au moment de l'élaboration de notre prévision, en avril, l'économie américaine montrait des signes d'accélération, mais nous doutions que cela puisse durer, ayant été trop souvent déçus par le passé. Cependant, comme c'est toujours le cas lorsqu'on débat de ce type de questions, nous risquions d'aboutir à une prévision trop prudente et d'être finalement surpris par une croissance supérieure aux attentes. Bien entendu, une telle progression aurait été bénéfique, car elle aurait été favorable aux exportations canadiennes.

En fin de compte, l'économie des États-Unis au premier trimestre a été encore plus faible que nous l'avions prévu. Les entreprises américaines du secteur de l'énergie, comme celles du Canada, ont réduit leurs investissements et la croissance des dépenses des consommateurs américains a ralenti.

Cependant, les choses se sont améliorées au sud de la frontière au deuxième trimestre. Les secteurs du logement et des ventes d'automobiles affichent un regain de vigueur, et la confiance des consommateurs avoisine un sommet inégalé depuis la crise. Le marché américain du travail a vacillé, selon le dernier rapport mensuel, mais nous ne croyons pas que les données de ce seul mois annoncent une diminution considérable de la croissance. Du reste, les gains mensuels au chapitre de l'emploi et de la croissance du PIB diminueront inévitablement à mesure que l'économie américaine approchera du plein emploi.

Ainsi, après s'être quelque peu orientée à la baisse en début d'année, la résultante des risques entourant les perspectives économiques aux États-Unis semble maintenant assez proche de notre estimation d'avril. Une réévaluation complète de ce risque est effectuée en ce moment même en vue de la publication de notre prochain RPM en juillet.

### **Risque 2 : Exportations canadiennes plus vigoureuses**

En général, une économie américaine plus vigoureuse favorise les exportations canadiennes. Mais ces dernières années, cette corrélation s'est avérée moins manifeste que par le passé. Par conséquent, le deuxième risque qui nous a préoccupés est la possibilité que notre prévision concernant les exportations canadiennes soit une fois de plus inexacte.

En fait, vers la fin de 2015 et le début de 2016, les exportations hors énergie ont commencé à afficher une solidité étonnante, un résultat certes encourageant. Néanmoins, une analyse plus détaillée nous a donné à penser que la vigueur des exportations serait en partie temporaire – dans le secteur de l'automobile, par exemple – et que celles-ci ralentiraient. Conséquemment, nous avons évoqué dans le RPM le risque que nos perspectives en matière d'exportations soient trop prudentes et la possibilité que les exportations continuent de dépasser nos attentes.

Effectivement, les exportations ont reculé ces derniers mois, ce qui vient confirmer notre prudente analyse. Quoi qu'il en soit, le niveau de plusieurs catégories d'exportations a bien progressé. Ainsi, les exportations de matériaux de construction et d'emballage ont augmenté de 35 % depuis 2012, pour atteindre des niveaux observés pour la dernière fois avant la crise financière; les exportations de meubles et d'articles d'ameublement ont affiché une hausse de 45 % au cours de la même période; et celles de produits pharmaceutiques et médicaux ont grimpé de 70 %.

Et puis il y a le tourisme. Je sais que le gouvernement du Yukon s'emploie activement à attirer les visiteurs, tant canadiens qu'étrangers. Les passages frontaliers par voie terrestre, le moyen utilisé par la plupart des visiteurs pour entrer au Yukon, ont augmenté de près de 9 % comparativement à l'année dernière. Pour leur part, les emplois dans l'hébergement et les services de restauration affichaient une hausse d'environ 15 % en mars par rapport à il y a un an. On constate une progression similaire dans de nombreuses régions du pays. Les données sur les voyages d'une journée entre le Canada et les États-Unis, au cours desquels les gens traversent la frontière mais ne restent pas pour la nuit, révèlent un changement notable. De fait, les Américains sont plus nombreux à venir magasiner chez nous alors que les voyages dans la direction opposée ont beaucoup diminué.

La dépréciation passée du dollar canadien et notre conviction que l'économie américaine prendra de l'essor nous amènent à penser que le secteur canadien des exportations continuera de se rétablir. De nombreuses entreprises approchent des limites de leur capacité, ce qui est de bon augure pour les dépenses d'investissement et la création d'emplois. C'est pourquoi, même si la lenteur et le rythme inégal du processus ont été décevants, nous croyons envisager le bon scénario.

### **Risque 3 : Ajustement plus prononcé aux bas prix du pétrole**

La troisième grande source d'incertitude entourant nos prévisions est la question de savoir comment notre économie s'ajustera, en définitive, à des prix du pétrole beaucoup plus bas. En substance, ce scénario revient à considérer les mesures prises par les entreprises ainsi que leurs projets d'investissement, ce que nous avons pu suivre assez bien grâce à nos discussions avec les entreprises elles-mêmes. Dans le secteur de l'énergie, on s'attend à ce que les dépenses d'investissement cette année soient environ 60 % moins élevées qu'en 2014. Et, depuis le début du processus, les entreprises ont d'ailleurs réduit leurs dépenses d'investissement, chaque trimestre, dans une plus large mesure que prévu. Cette éventualité est donc jugée comme un risque à la baisse.

Un phénomène semblable est survenu ici, au Yukon. Les dépenses d'exploration minière ont diminué et devraient chuter encore, et plusieurs mines ont cessé leurs activités ces dernières années. À cela s'ajoute la fermeture temporaire de la mine de cuivre Minto prévue l'an prochain.

La récente hausse des cours du pétrole pourrait en amener certains à escompter la fin de la réduction des dépenses d'investissement. Nous ne sommes pas convaincus que cela se produira, pour deux raisons. D'abord, le redressement des cours est en partie attribuable à une perturbation de l'offre qui sera probablement passagère, aussi faut-il réserver son jugement.

Mais la raison principale, c'est qu'une grande incertitude demeure quant au niveau des prix auquel le marché du pétrole retrouvera son équilibre de façon durable. Tout semble indiquer cependant que les cours ne remonteront pas, dans un avenir rapproché, aux niveaux élevés observés antérieurement. De fait, les pétrolières, leurs fournisseurs et leurs prestataires de services ont trouvé de nombreuses façons de réduire leurs coûts, ce qui a pour effet d'abaisser le prix permettant l'atteinte du seuil de rentabilité. Autrement dit, l'exploitation de nouvelles sources peut reprendre de façon rentable – en particulier celle du pétrole de schiste aux États-Unis – à des prix moindres qu'auparavant. Or ces conditions pourraient empêcher d'autres hausses de prix.

Bien entendu, le redressement récent des cours du pétrole est bienvenu, car il se traduit par une augmentation des revenus du Canada pour chaque baril exporté. Mais même si les prix du pétrole se maintiennent à leurs niveaux récents pendant une période prolongée, il est peu probable que cette situation aboutisse à un accroissement des dépenses d'investissement dans le secteur pétrolier au pays. En effet, les renseignements sur les marchés portent à croire que, compte tenu des bas niveaux encore enregistrés par les cours du pétrole, un risque à la baisse continue de peser sur l'investissement. Par conséquent, ce scénario demeure une source potentielle de risque à la baisse dans notre prévision.

#### **Risque 4 : Les consommateurs freineront-ils leurs dépenses?**

Le quatrième risque auquel nous avons porté une attention particulière est la possibilité que les ménages canadiens se montrent plus prudents dans leurs dépenses. Ce qui génère cette incertitude, c'est essentiellement leur niveau élevé d'endettement. On s'attend naturellement à les voir, à un moment donné, restreindre leurs dépenses et s'appliquer à réduire leur dette.

Jusqu'à maintenant, ce risque à la baisse ne s'est toutefois pas manifesté. Les données du premier trimestre indiquent effectivement que les dépenses des ménages, y compris au titre d'articles coûteux comme les véhicules automobiles et le logement, sont demeurées vigoureuses. Néanmoins, nous devons rester à l'affût des signes indiquant l'émergence de ce risque.

Les bas taux d'intérêt et la résilience du marché du travail ont assurément contribué à soutenir les dépenses de consommation, et les modifications du taux d'imposition que le gouvernement a instaurées en début d'année y sont peut-être aussi pour quelque chose. Nous pensons également que les dépenses ont été soutenues par l'incidence de la baisse des prix de l'essence, car le ménage canadien moyen débourse environ 600 \$ de moins par année pour faire le plein.

En revanche, la dépréciation du dollar canadien a fait augmenter le prix d'un large éventail de produits importés.

Bien entendu, la solide situation des consommateurs contribue de façon importante à la vigueur du marché canadien du logement. Toutefois, plusieurs autres facteurs sont à l'œuvre, comme en font foi les divergences régionales appréciables au chapitre des ventes de logements et des prix de ces derniers. On continue d'observer des marchés très vigoureux en Colombie-Britannique et en Ontario, stimulés par une forte croissance de la population et de l'emploi, mais on note un fléchissement dans les régions productrices d'énergie comme les Prairies ainsi qu'une expansion modeste ailleurs au pays.

Comme nous l'avons souligné la semaine dernière dans la *Revue du système financier*, les prix des logements à Vancouver et à Toronto ont augmenté à un rythme qui a peu de chances de se maintenir. Il est possible que les anticipations d'une hausse des prix, lesquelles s'autoalimentent, influent sur ces marchés, et le risque d'un recul des prix, quoique difficile à quantifier, s'accroît.

## **En résumé**

Alors, quel bilan pouvons-nous dresser de l'examen de ces quatre risques?

Je ne doute pas que nos prévisions de croissance changeront lorsque nous effectuerons notre analyse complète en juillet et que cela aura une incidence sur notre projection d'inflation et nos délibérations sur la politique monétaire. Mais il semble bien que nos scénarios de base entourant l'économie américaine et les exportations canadiennes restent fondés.

Les projets d'investissement dans le secteur de l'énergie, et la possibilité que les ménages freinent subitement leurs dépenses dans le but de réduire leur dette, présentent toujours des risques à la baisse, que nous continuerons de suivre attentivement. Et évidemment, il pourrait y avoir un tout nouvel ensemble de risques à prendre en compte en juillet.

## **Conséquences des feux de forêt en Alberta**

Malheureusement, il reste un autre facteur économique majeur à considérer, qui n'avait pas du tout été prévu. Je parle des feux de forêt en Alberta.

Ces incendies ont été dévastateurs. Près de 90 000 personnes ont été déplacées et environ 2 400 immeubles, surtout des maisons, ont été détruits. Mais, sans surprise, les Canadiens sont venus en aide à leurs voisins. Les demandes d'indemnisation devraient représenter entre deux et six milliards de dollars, ce qui en fait le plus important sinistre du genre de l'histoire du Canada.

Il n'est pas aisé de déterminer les conséquences économiques de ce désastre. Les pertes de production de pétrole avoisinent un million de barils par jour, mais comme on ne sait pas au juste quand la production sera pleinement rétablie, la perte de revenu cumulative demeure incertaine. Qui plus est, la grande majorité des habitants de la région n'a pas travaillé durant l'évacuation. Du point de vue du PIB, certains facteurs viendront atténuer ces pertes : qu'on pense, par exemple, aux services d'urgence.

Nous estimons que les incendies en Alberta réduiront le taux de croissance annualisé au deuxième trimestre d'environ 1,00 à 1,25 point de pourcentage.

Une partie de cette baisse du PIB, attribuable au déficit de production de pétrole, sera probablement rattrapée au cours du troisième trimestre, mais l'incidence nette sur le niveau du PIB au fil du temps dépendra du rythme de la reconstruction, qui est difficile à prévoir à l'heure actuelle.

Voilà qui laisse entrevoir une évolution du PIB très irrégulière aux deuxième et troisième trimestres. La croissance sera probablement nulle ou légèrement négative au deuxième trimestre, et devrait se redresser énormément au troisième. Ce profil de croissance trimestrielle pourrait générer pour les deux trimestres une progression moyenne assez proche de celle prévue par la Banque en avril. Mais attendons de voir.

Notre analyse de juillet jettera un tout nouvel éclairage sur la situation. Toutes ces estimations peuvent donc changer, à la lumière des risques dont je vous ai parlé ou de nouveaux risques. À titre d'exemple, le référendum de la semaine prochaine sur la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne pose de nouveaux risques à l'échelle mondiale qui pourraient modifier nos prévisions.

## **Conclusion**

Permettez-moi maintenant de conclure. Comme je l'ai mentionné au départ, la situation économique à laquelle nous devons faire face est très compliquée et pleine d'incertitudes. Je suis pourtant convaincu que nous accomplissons de réels progrès.

Il est toujours possible que l'économie mondiale déçoive, mais pour l'heure elle retrouve peu à peu son aplomb. Pour sa part, l'économie américaine semble bien se porter, malgré la variabilité habituelle des données. Au Canada, la reprise des exportations s'avère très inégale, mais se révèle prometteuse dans le cas de plusieurs catégories de produits. De nombreux secteurs d'exportation, en effet, approchent des limites de leur capacité de production, ce qui est de bon augure pour les projets d'investissement et la création d'emplois. Par ailleurs, il ne fait aucun doute que l'ajustement structurel aux bas prix du pétrole et d'autres produits de base est en cours et qu'il se poursuivra encore quelque temps. Quant aux risques pour la stabilité financière, en particulier dans le secteur des ménages, ils restent un motif de préoccupation, mais devraient diminuer à mesure que l'économie se raffermira.

La patience est toujours de mise, mais rien n'empêche d'être optimiste. Je reconnais toutefois que bon nombre des processus macroéconomiques dont parlent les économistes peuvent paraître impersonnels, voire mécaniques. Je sais qu'ils ne le sont pas. Les entreprises sont exploitées par de vraies personnes qui risquent du vrai argent dans le but de créer des emplois et de la croissance. Il est tout à fait humain d'hésiter à le faire face à l'incertitude. Les travailleurs qui perdent leur emploi en raison des bas prix du pétrole devront peut-être envisager de déménager dans une autre région du Canada. Et les feux de forêt en Alberta ne font qu'alourdir le fardeau. Les processus d'ajustement économique qui semblent si ordinaires dans nos modèles sont, à l'échelle humaine, douloureux, coûteux et longs.

Il reste que la résilience et la capacité d'adaptation des Canadiens me donnent la certitude que nous traverserons cette période d'ajustement et que notre économie retournera à une croissance naturelle et autosuffisante. Le message

que je veux vous livrer est le suivant : le processus a été inégal et il le restera probablement, mais nous faisons de réels progrès. Soyez assurés que la Banque du Canada continuera de fournir sa part d'efforts pour aider les travailleurs et les entreprises en cours de route.