



**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)
19 octobre 2016**

Bonjour. La première sous-gouverneure Wilkins et moi sommes ravis d'être de retour ici parmi vous pour répondre à vos questions sur l'annonce de ce matin concernant les taux d'intérêt et sur le *Rapport sur la politique monétaire* (RPM). Permettez-moi de débiter par quelques observations sur les enjeux qui ont revêtu le plus d'importance dans les délibérations du Conseil de direction.

L'économie canadienne continue de se remettre de la récession mondiale, qui a fait suite à la crise, et de la chute connexe de nos exportations, tout en s'ajustant aux prix plus bas du pétrole et d'autres produits de base ainsi qu'à un taux de change beaucoup plus faible. Tout au long de cette période, les vulnérabilités financières dans le secteur des ménages ont continué de s'accumuler. Rien de surprenant donc que les données aient été loin de faire ressortir clairement les forces économiques dominantes.

Les exportations canadiennes ont été particulièrement variables, et des prévisions révisées concernant les exportations ont été au centre de nos délibérations. Même si les exportations de biens ont plus que regagné le terrain perdu en 2007-2009, alors qu'elles avaient connu une baisse spectaculaire, cette reprise a accusé un retard persistant par rapport à nos prévisions. Les excellents résultats obtenus du côté des exportations en 2015 ont renouvelé notre confiance, mais celle-ci a été ébranlée de nouveau au premier semestre de 2016, alors que l'on a enregistré un important recul à cet égard pendant cinq mois.

Dans notre RPM de juillet, nous avons présenté ce que nous considérons comme des prévisions prudentes au sujet des exportations, en ce sens qu'elles reposaient uniquement sur l'hypothèse que les exportations augmenteraient plus ou moins en phase avec l'économie américaine. Nous avons observé une reprise marquée des exportations depuis, mais ces données volatiles ont pour effet net que le niveau des exportations se trouve bien en deçà de celui escompté.

Il importe de noter que le commerce international a été étonnamment faible à l'échelle mondiale et, dans un encadré du RPM, nous avançons diverses interprétations de cette situation. En outre, l'économie américaine a affiché une tenue très faible au premier semestre de l'année, sous des rapports qui sont importants pour la demande d'exportations canadiennes. Ces facteurs expliquent à peu près la moitié du manque à gagner sur le plan des exportations par rapport à ce que nous attendions. Pour le reste, nous examinons une gamme de facteurs structurels, dont la perte de capacité exportatrice et les défis sur le plan de la compétitivité.

Dans le cadre de nos enquêtes, les entreprises ont mentionné certains facteurs pouvant influencer sur la compétitivité ou nuire directement aux exportations. Il s'agit notamment de l'infrastructure déficiente, de l'incertitude quant à la réglementation, de l'augmentation des barrières au commerce, des coûts d'électricité relativement élevés et du sort inconnu des accords commerciaux actuels et futurs.

Cette analyse donne à penser que le manque à gagner des exportations pourrait être davantage structurel que nous le pensions, plutôt que cyclique. C'est ce qui nous a amenés à indiquer, au moment de notre annonce de septembre, que les risques entourant notre projection de juillet concernant l'inflation étaient orientés à la baisse. Nos projections les plus récentes tiennent compte d'un manque à gagner permanent des exportations par rapport à notre compréhension des facteurs fondamentaux afin de rééquilibrer les risques entourant nos prévisions. Le niveau projeté du PIB d'ici la fin de 2018 est donc réduit d'environ 0,6 % comparativement à juillet. Nous poursuivons nos recherches sur le sujet.

Le deuxième grand enjeu qui a revêtu de l'importance dans nos délibérations était l'intervention récente du gouvernement fédéral visant le renforcement des marchés hypothécaires. Cette évolution est positive, car elle contribuera à atténuer les vulnérabilités financières avec le temps. Nous nous attendons à ce qu'elle se traduise par une réduction des reventes de logements à court terme, et peut-être par un déplacement vers la construction de logements plus petits. La conjugaison de ces deux effets entraînera une certaine diminution des dépenses dans l'économie. Bien que ces effets soient très incertains, nous avons incorporé un choc de moins 0,3 % d'ici la fin de 2018, ce qui correspond à la moitié environ de notre révision des perspectives concernant les exportations.

Comme vous le savez, la Banque examine ces enjeux dans le contexte d'un cadre de gestion des risques. Ce cadre tient compte de l'incertitude inhérente aux prévisions économiques entourant les perspectives d'inflation, et du fait que les évolutions financières s'accompagnent d'incertitude quant aux implications pour la stabilité financière. Globalement, ces facteurs génèrent une zone dans laquelle les variations liées aux risques entachant les perspectives d'inflation ou à ceux pesant sur la stabilité financière sont tolérables. L'ampleur de cette zone est fonction des incertitudes sous-jacentes. Par exemple, dans le contexte actuel, les nouvelles règles hypothécaires du gouvernement devraient atténuer les risques liés à la stabilité financière avec le temps et, ainsi, améliorer l'arbitrage entre les risques auxquels nous sommes confrontés à l'intérieur de cette zone.

Une fois incorporées nos nouvelles réflexions à propos des exportations, et pris en compte les effets à court terme possibles des nouvelles règles hypothécaires sur les reventes de logements, nos projections indiquent un profil plus faible pour la croissance économique, une période plus longue de capacités excédentaires au sein de l'économie et un retour plus tardif de l'inflation à la cible de 2 %. À noter que lorsque nous précisons dans notre communiqué que nous jugeons maintenant que les risques entourant notre nouvelle projection au sujet de l'inflation sont équilibrés, nous faisons allusion aux risques liés à la projection, et non à la tenue de l'inflation par rapport à la cible. Dans nos prévisions, l'inflation aura encore tendance à être inférieure à la cible aussi longtemps que l'économie

fonctionnera en deçà de son plein potentiel, et nous prévoyons maintenant que ce sera le cas plus longtemps qu'escompté en juillet. Le fait que l'économie affichera une marge de capacités excédentaires encore plus longtemps comporte de multiples implications indésirables. Par exemple, les travailleurs vont se décourager et le marché du travail va en garder des séquelles.

Compte tenu de la révision à la baisse des perspectives, le Conseil de direction a discuté activement de la possibilité d'accentuer la détente monétaire cette fois-ci, de façon à accélérer le retour de l'économie à son plein potentiel. Toutefois, nous avons cerné un certain nombre d'incertitudes considérables dans le contexte actuel qui contribuent à élargir la zone d'équilibre à l'intérieur de notre cadre de gestion des risques. Il s'agit notamment des effets macroéconomiques des nouvelles règles hypothécaires, de la trajectoire probable de nos exportations, des effets des mesures budgétaires fédérales, qui commencent tout juste à se faire sentir, et de l'incidence de l'élection américaine sur la confiance des entreprises.

Fait important, les interventions du gouvernement visant à atténuer les risques sur le marché hypothécaire n'ont pas été perçues comme un obstacle à une nouvelle détente monétaire. De fait, la conjugaison de taux d'intérêt plus faibles et d'une politique macroprudentielle plus rigoureuse contribuerait probablement à réduire en même temps les risques liés à la stabilité financière et celui que l'inflation se maintienne sous la cible. La raison en est que les répercussions les plus importantes des variations de taux d'intérêt se font sentir sur le risque d'inflation, alors qu'un cadre réglementaire plus rigoureux se traduit par un endettement des ménages de meilleure qualité avec le temps.

Dans ce contexte, le Conseil de direction a décidé de laisser le taux directeur inchangé, estimant qu'à l'heure actuelle, la résultante des risques demeure dans la zone pour laquelle la politique monétaire actuelle est appropriée. Ce jugement fera l'objet d'un suivi attentif à mesure que de nouvelles données seront disponibles et que nous saurons plus à quoi nous en tenir au sujet de ces incertitudes.

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