



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Discours prononcé par Carolyn Wilkins
première sous-gouverneure de la Banque du Canada
Université du Québec à Trois-Rivières
Trois-Rivières (Québec)
6 octobre 2016

Tendances économiques et politique monétaire

Introduction

Il me fait plaisir d'être ici. Trois-Rivières est une ville qui a une histoire longue et fascinante. Elle a aussi connu une transformation profonde. Pendant longtemps, ce sont les usines de pâtes et papiers qui ont été le moteur économique de la région.

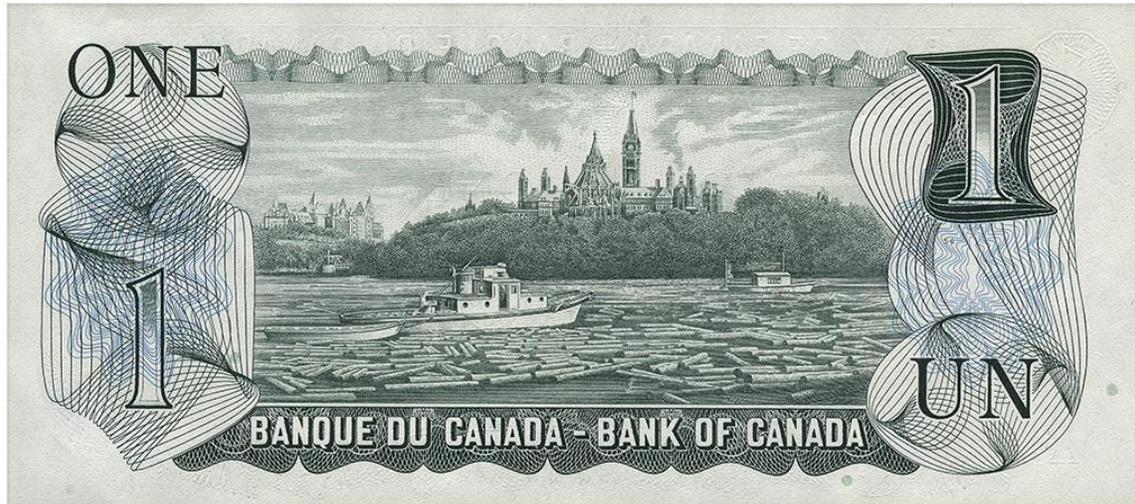


Photo : Canada, ministère de l'Intérieur, Bibliothèque et Archives Canada / PA-044389

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

Ne pas publier avant le 6 octobre 2016
11 h 35, heure de l'Est

Aujourd'hui, l'économie de Trois-Rivières est plus diversifiée. Vous serez peut-être surpris d'apprendre que la ville d'Ottawa, où se trouve la Banque du Canada, a aussi été un important centre de commerce du bois. J'imagine que beaucoup d'entre vous se souviennent du dernier billet de un dollar émis par la Banque, sur lequel figure une image d'un remorqueur au milieu de billots de bois sur la rivière des Outaouais.



Je mentionne ce passé commun, non pas pour rappeler le bon vieux temps, mais plutôt parce que je suis impressionnée de voir à quel point l'économie canadienne a changé au fil des ans. Des industries ont pris de l'expansion et ont perdu du terrain, et de nouvelles sont apparues.

Ces changements ont été parfois pénibles. Les gens qui ont vécu des moments difficiles dans les années 1990 le savent bien. Lorsque les usines ont fermé, le taux de chômage a dépassé les 10 %. Le taux de chômage dans la région a diminué et s'approche maintenant de la moyenne pour le Québec et le reste du Canada. Trois-Rivières a fait des progrès énormes avec un taux de chômage en deçà de ces moyennes. Je sais que la ville mise sur une expansion du secteur de la culture et du tourisme et que votre nouvel amphithéâtre connaît déjà un succès qui dépasse les attentes.

Aujourd'hui, l'économie canadienne fait toujours face à des pressions pour qu'elle s'adapte. Non seulement elle se remet de la crise financière mondiale d'il y a huit ans, mais elle a subi les vents contraires provenant de la crise de la dette en Europe, des compressions budgétaires aux États-Unis et, plus récemment, du Brexit. Tous ces événements ont miné la confiance. Et le Canada est encore aux prises avec l'effondrement des prix du pétrole. Rappelons-nous que le cours du pétrole dépassait les 100 dollars le baril en juin 2014, par rapport à environ 45 dollars actuellement. Cela a un effet direct sur environ 10 % de notre PIB. Et les prix d'autres produits de base importants pour le Québec, comme le minerai de fer et le nickel, ont aussi baissé considérablement.

Tout ce qui touche à la situation de l'économie canadienne est important pour nous car, comme vous le savez, l'une des grandes fonctions de la Banque est de maintenir l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible. Cela offre à l'économie la base nécessaire pour s'adapter de façon aussi harmonieuse que possible à une nouvelle réalité, comme un avenir où les prix du pétrole sont plus bas qu'avant. Nous visons un taux d'inflation de 2 %, à l'intérieur d'une fourchette cible qui va de 1 à 3 %. L'objectif est que les familles, les investisseurs et les propriétaires d'entreprise puissent prendre des décisions à long terme avec plus de confiance que si l'inflation était volatile et imprévisible.

Pour prendre les bonnes décisions en matière de politique monétaire, nous devons savoir ce qui se passe actuellement dans l'économie et quelle sera sa trajectoire au cours des prochaines années, parce que la croissance et l'inflation sont reliées. En termes simples, l'inflation a tendance à être plus élevée quand l'économie fonctionne à un niveau plus élevé que celui de son potentiel. Pourquoi? Parce que les entreprises qui font face à des contraintes de capacité ont tendance à augmenter davantage les prix de leurs produits et services. Et parce que les travailleurs ont tendance à exiger des salaires plus élevés quand la main-d'œuvre est rare. À l'inverse, l'inflation a tendance à être plus basse quand les ressources économiques, telles que la main-d'œuvre et le capital, sont sous-utilisées, comme c'est le cas aujourd'hui.

J'aimerais vous donner une idée de la façon dont nous analysons la situation économique au Canada, alors que nous cherchons à réaliser notre mandat en matière de ciblage de l'inflation. Je commencerai par dresser un portrait global des principaux changements qui touchent l'économie canadienne. Puis, je vais parler des grandes évolutions que nous suivons de près, à mesure que notre économie retourne à son plein potentiel. Je vais conclure en expliquant comment on intègre tout ça dans le processus qui mène aux décisions de politique monétaire de la Banque.

Une économie d'après-crise qui suit deux trajectoires

Si les années qui se sont écoulées depuis la crise ont été difficiles pour l'économie canadienne, c'est en grande partie à cause de deux changements profonds survenus au même moment.

Le premier changement découle du vieillissement de la population et d'un ralentissement de la croissance de la productivité. Ces deux facteurs réduisent la vitesse à laquelle notre économie peut croître.

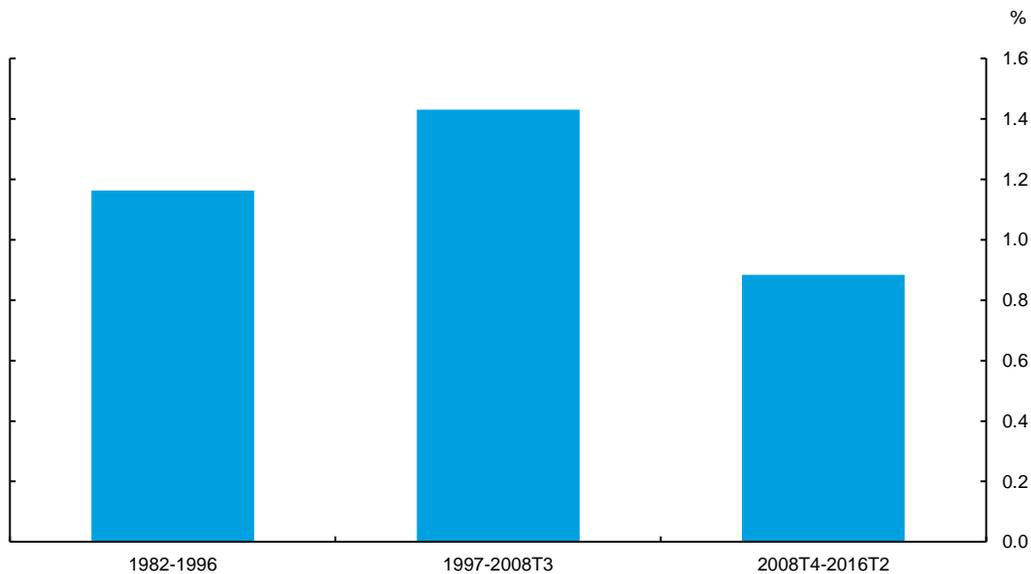
Le vieillissement de la population freine le rythme de croissance du potentiel de l'économie en faisant baisser le nombre de travailleurs qui entrent sur le marché du travail. De plus, les gens travaillent moins à mesure qu'ils vieillissent, soit parce qu'ils prennent leur retraite, soit parce qu'ils réduisent le nombre d'heures qu'ils travaillent. Bref, les entreprises font face à un taux de croissance moindre de la main-d'œuvre. Pour vous donner une idée de l'ampleur : au Canada, la croissance annuelle des travailleurs dans la force de l'âge était tout juste sous les 3 % à la fin des années 1980, alors qu'aujourd'hui elle dépasse à peine zéro¹. Au Québec, cette situation se produit un peu plus rapidement que dans d'autres provinces. À l'échelle mondiale, la croissance de la population en âge de travailler va être réduite de moitié au cours des 20 prochaines années. Même

en Chine, la population active a commencé à diminuer². On voit donc que c'est un phénomène mondial.

Dans le même temps, la productivité des travailleurs progresse plus lentement depuis le début de la crise (**Graphique 1**). L'une des explications pourrait être que les entreprises n'investissent pas autant qu'avant pour rendre chaque travailleur plus productif. Une autre serait que les retombées de l'évolution passée des technologies de l'information sur la productivité diminuent.

Graphique 1 : La croissance de la productivité du travail a ralenti

Données trimestrielles



Source : Statistique Canada

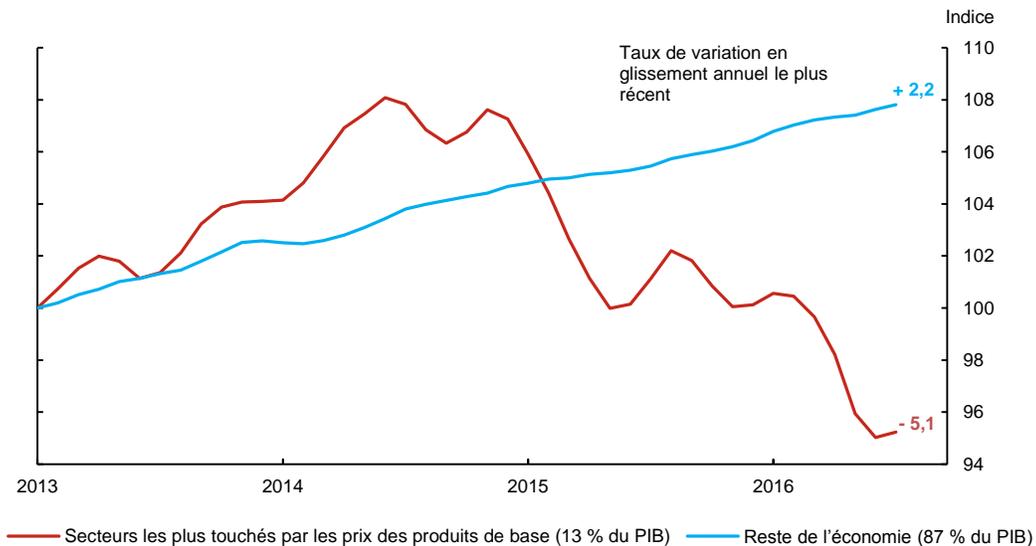
Dernière observation : 2016T2

Même dans le meilleur des mondes, il aurait été difficile de s'adapter à ces tendances sous-jacentes. Globalement, la croissance de la production potentielle au Canada, comme c'est le cas dans beaucoup d'autres pays, est nettement plus faible qu'il n'y a pas si longtemps. Elle se situe à environ 1 1/2 % aujourd'hui, contre près de 4 % en 2000. Cela représente beaucoup de sous, à peu près 50 milliards de dollars de manque à gagner en 2016. Alors, toutes choses égales par ailleurs, les pressions désinflationnistes sont moindres, car l'excès d'offre est moindre qu'il ne l'aurait été.

Le deuxième changement est la baisse marquée des prix des produits de base, surtout le pétrole, que nous avons observée ces deux dernières années. Résultat : une économie qui suit deux trajectoires. Les secteurs qui dépendent des produits de base ont subi un ralentissement important. Les autres secteurs, qui ne dépendent pas directement des produits de base et représentent à peu près 87 % de notre économie, ont réalisé des progrès constants (**Graphique 2**). Ces progrès sont attribuables à l'assouplissement de la politique monétaire, à la croissance aux États-Unis et au dollar canadien plus faible.

Graphique 2 : Des ajustements structurels majeurs sont en cours au Canada

Moyenne mobile sur trois mois; base 100 de l'indice : janvier 2013, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : juillet 2016

Nos modèles économiques nous fournissent un cadre pour analyser comment l'économie devrait s'ajuster à ces changements. Le cadre nous montre qu'il y a plusieurs ajustements, liés les uns aux autres, que nous devrions observer.

Face à l'effondrement des prix du pétrole, on s'attendrait à ce que les entreprises réduisent leurs dépenses d'investissement et emploient moins de personnes. Avec le temps, cette baisse d'activité serait ressentie par d'autres entreprises et consommateurs dans la région.

Un autre ajustement est lié à l'activité dans le secteur hors ressources, surtout les exportations. On s'attendrait à ce que la baisse des prix des produits de base fasse reculer le dollar canadien, ce qui fournirait un soutien aux entreprises qui exportent des biens et services hors produits de base. Bien entendu, nous suivons toujours de près la situation aux États-Unis, notre principal partenaire commercial.

Le dernier ajustement dont je vais parler a trait à l'expansion de l'activité économique à l'extérieur du secteur des ressources. Alors que les entreprises voient leurs perspectives s'améliorer, on s'attendrait à ce qu'elles investissent et embauchent des travailleurs pour profiter pleinement des nouvelles occasions d'affaires. Des dépenses en infrastructure du gouvernement contribueraient à ces efforts.

Voyons maintenant comment chaque ajustement se dessine.

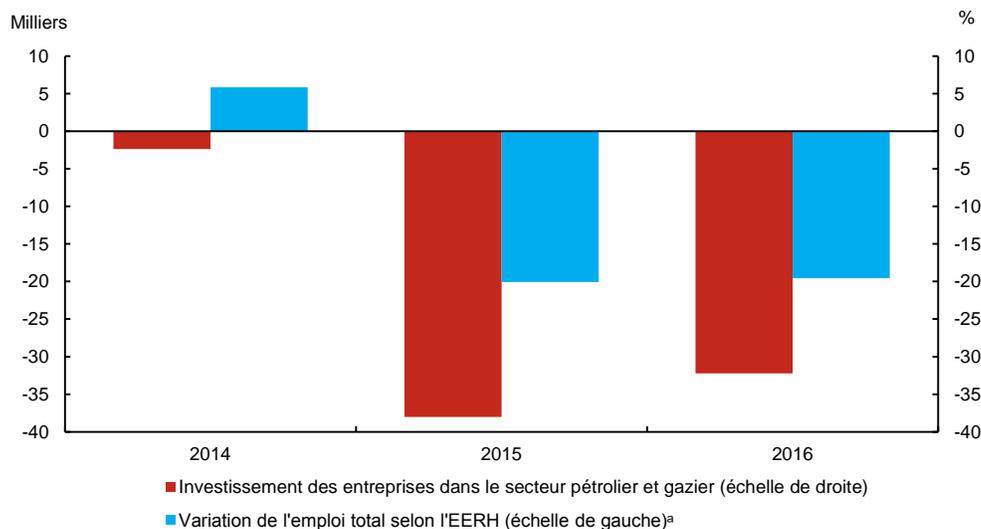
Stabilisation dans le secteur de l'énergie

En ce qui a trait aux ajustements dans le secteur pétrolier et gazier, ils ont été majeurs (**Graphique 3**). L'investissement dans ce secteur a subi des pertes en 2015 et 2016 et, selon nos estimations, il est d'environ 60 % plus bas qu'en 2014. Et des dizaines de milliers d'emplois ont été aussi supprimés. Quand nous

parlons aux chefs d'entreprise, ils nous disent que le rythme de réduction de l'investissement pourrait être en train de diminuer. Et quoiqu'il semble que les activités de forage de pétrole aient touché un creux, il est trop tôt pour dire que la réduction de l'investissement est chose du passé. L'ajustement de l'emploi et des salaires pourrait aussi se poursuivre pendant un certain temps, à mesure que les entreprises s'ajustent à la réalité des prix du pétrole plus bas.

Graphique 3 : La baisse de l'investissement a entraîné un recul de l'emploi dans le secteur pétrolier et gazier

Données annuelles



a. La variation de l'emploi total selon l'EERH (Enquête sur l'emploi, la rémunération et les heures de travail) pour 2016 est calculée en fonction de la moyenne de l'emploi total de janvier à juillet 2016.
Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2016

Redressement soutenu des exportations

Alors que le secteur de l'énergie se stabilise, nous nous attendons à ce que d'autres secteurs de l'économie commencent à dominer. L'un des secteurs où l'on prévoit une croissance est celui des biens exportés hors produits de base. Ces secteurs, comme l'aérospatiale, l'équipement de transport, et la machinerie et l'équipement, sont d'importantes sources d'exportations pour le Québec. Ici dans la région, la fabrication de produits en bois est particulièrement importante. Les exportations devraient profiter de deux facteurs : une croissance de l'économie américaine solide et la dépréciation passée du dollar canadien.

Nos voisins du sud jouent un rôle important, puisqu'ils achètent environ les trois quarts des biens et services que nous exportons. Par rapport à la plupart des autres économies avancées, les États-Unis ont fait plutôt bonne figure. La croissance se chiffre entre 2 et 2 1/2 % depuis plusieurs années. Et il ne faut pas oublier que le dollar canadien a baissé de presque 20 % depuis le choc des prix du pétrole.

Nos attentes étaient en voie de se réaliser alors que nos exportations se raffermisssaient. Quoique les données progressent de façon inégale, les exportations hors produits de base ont clairement affiché une tendance à la hausse au cours des six dernières années (**Graphique 4**). Et ce sont les

exportations de biens hors produits de base les plus sensibles au taux de change qui ont augmenté le plus en général. Le dollar plus faible devrait continuer à soutenir le niveau des exportations, même si son incidence sur la croissance s'est en grande partie estompée. Entre-temps, l'activité aux États-Unis devrait se redresser au cours des prochains trimestres, car les dépenses des ménages et le marché du travail demeurent solides.

Graphique 4 : Les exportations réelles ont augmenté de façon soutenue

Dollars enchaînés de 2007, données trimestrielles



Nota : Les exportations hors produits de base comprennent les biens et les services.
Sources : Statistique Canada, et calculs et projections de la Banque du Canada

Dernière observation : 2016T2

Malheureusement, au deuxième trimestre, les exportations hors produit de base ont subi un recul inattendu. Cela s'explique en partie par la croissance économique plus faible que prévu aux États-Unis, particulièrement sur le plan des investissements, qui ont une grande importance pour nos exportations.

Les exportations canadiennes ont redémarré en juillet et août, ce qui est encourageant, mais il reste de l'incertitude. Cette incertitude vient en partie de la croissance prospective de l'investissement aux États-Unis. Il se peut aussi que l'effet de la baisse des prix du pétrole sur l'économie américaine ne soit pas aussi positif qu'anticipé. Il semble en effet que la baisse de l'investissement dans le secteur pétrolier jusqu'à présent ait presque compensé l'effet positif sur la consommation³.

Il ne faut pas oublier non plus que les effets de la concurrence jouent encore un rôle important. Il est vrai que la concurrence est vive de la part d'autres pays, comme le Mexique, dont la monnaie s'est dépréciée plus que la nôtre. Et comme le gouverneur Poloz l'a fait remarquer la semaine dernière, certaines entreprises canadiennes prennent de l'expansion à l'extérieur du pays afin d'alimenter directement les marchés étrangers⁴.

Il faudra du temps pour déterminer pleinement quels facteurs touchant les exportations sont temporaires et lesquels sont permanents. C'est pour cette raison que, lorsque nous avons annoncé notre décision au sujet du taux directeur en septembre, nous avons indiqué que les risques entourant le profil de l'inflation s'étaient orientés quelque peu à la baisse relativement au *Rapport sur la politique monétaire* de juillet.

Croissance soutenue dans le secteur hors ressources

L'expansion de l'activité économique devrait, au fil du temps, inciter les entreprises existantes à accroître leurs capacités et favoriser la création de nouvelles entreprises. Cette expansion devrait se produire à mesure que les exportations hors produits de base, les stimulants budgétaires et la vigueur du secteur des services génèrent de nouvelles sources de croissance et contribuent à résorber en partie les capacités excédentaires présentes au sein de l'économie.

Il faut dire que les entreprises n'ont pas été portées à investir ces dernières années. L'an passé, la croissance a perdu environ un point et demi de pourcentage en raison de l'investissement, et elle devrait reculer d'un autre point cette année. La chute de l'investissement non résidentiel découle principalement du choc des prix du pétrole – la baisse de 60 % que j'ai mentionnée plus tôt. Dans le même temps, la léthargie de l'investissement des entreprises est généralisée et avait commencé avant le choc pétrolier. Prenons les investissements dans la propriété intellectuelle – comme la recherche-développement – ils sont en baisse depuis quatre ans. Les entreprises nous disent que l'incertitude entourant la croissance mondiale joue un rôle important à cet égard. Des exportations plus faibles que prévu ont aussi contribué à la situation, puisque les investissements des entreprises sont étroitement liés au commerce.

Bien que, à juste titre, les projecteurs aient été dirigés vers les exportations, j'aimerais souligner d'autres secteurs qui vont favoriser une croissance plus forte et plus équilibrée. Dans son dernier budget, le gouvernement fédéral a annoncé des dépenses additionnelles d'environ 25 milliards de dollars au cours des deux prochaines années. Il s'agit, entre autres, de dépenses d'infrastructure et de programmes visant les ménages comme l'Allocation canadienne pour enfants. Les effets de ces stimulants budgétaires gagneront en importance à mesure que l'année avance.

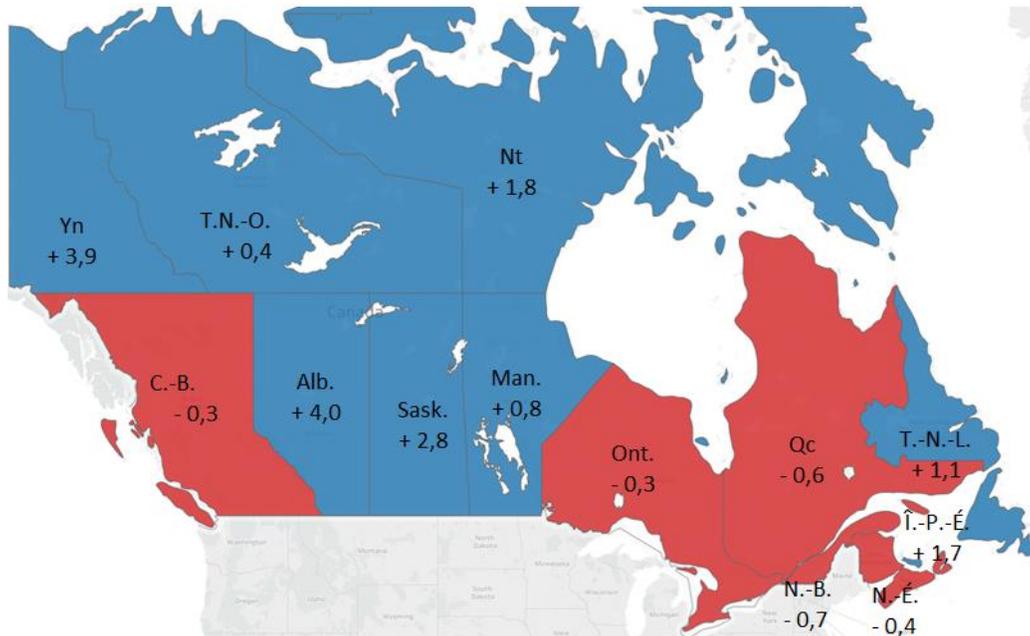
De manière plus générale, la croissance des revenus des ménages est soutenue par l'activité dans le secteur des services. Il est important de le souligner, car les services comptent pour environ 70 % de l'économie et pour quatre emplois sur cinq. Certains secteurs à forte valeur ajoutée ont bien progressé. Le secteur de la culture est un exemple intéressant, alors que le nombre de films tournés au Canada est en hausse; le transport aérien est aussi en progression, avec l'ajout de routes internationales. Nos exportations de services s'élèvent à quelque 100 milliards de dollars, ce qui représente un dollar sur six de nos revenus d'exportation. Je sais que les secteurs liés au tourisme et aux services professionnels et scientifiques sont en pleine croissance ici dans la région.

Dans le contexte d'une composition de la demande et de la production qui change, beaucoup de Canadiens sont obligés de faire des choix difficiles, comme décider s'ils doivent déménager pour trouver du travail. Nous observons une migration interprovinciale conforme aux ajustements nécessaires. C'est une bonne nouvelle. De fait, la propension des gens à déménager dans des régions dotées d'un marché du travail plus dynamique s'est accrue depuis une quinzaine d'années⁵.

Ces ajustements ont aidé à maintenir le taux de chômage global à un niveau relativement stable, soit aux environs de 7 %, malgré le choc des prix du pétrole. Toutefois, le taux de chômage varie beaucoup d'une province à l'autre (**Graphique 5**).

Graphique 5 : Variation du taux de chômage depuis novembre 2014

Données mensuelles pour les provinces, moyenne mobile sur trois mois pour les territoires



Source : Statistique Canada

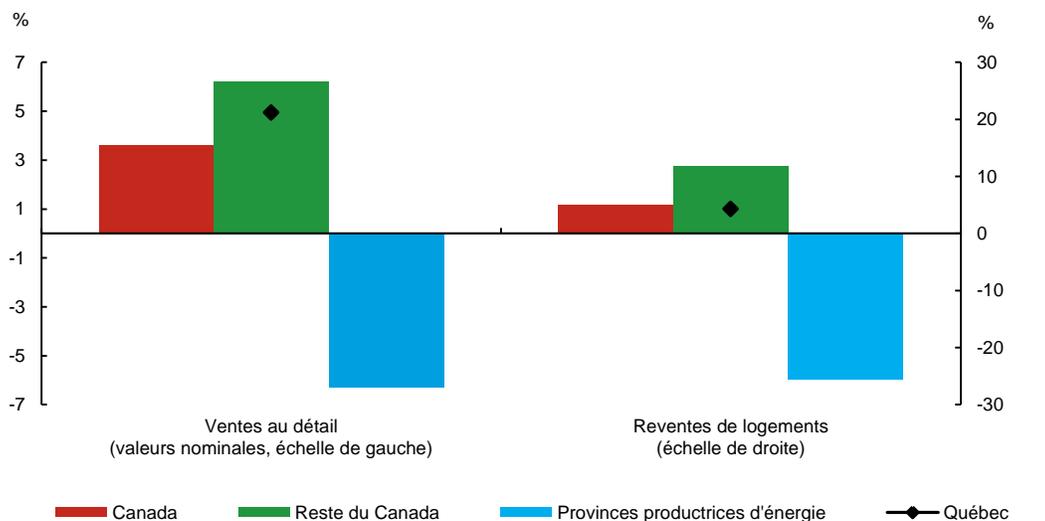
Dernière observation : août 2016

De plus, la marge de ressources inutilisées sur le marché du travail est encore plus importante que ne l'indique le taux de chômage global. Cette situation est due à la progression modeste des salaires et au travail à temps partiel involontaire, ainsi qu'au nombre de travailleurs découragés.

Malgré la faiblesse enregistrée dans les provinces qui dépendent de l'énergie, la croissance des dépenses des ménages à l'échelle nationale s'est maintenue (**Graphique 6**).

Graphique 6 : La croissance des dépenses des ménages au Canada s'est maintenue, malgré la faiblesse observée dans les provinces productrices d'énergie

Taux de variation depuis novembre 2014, données mensuelles



Nota : Les provinces productrices d'énergie sont l'Alberta, la Saskatchewan et Terre-Neuve-et-Labrador.
Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : juillet 2016 (ventes au détail) et août 2016 (reventes de logements)

Retour de l'inflation à la cible

Des progrès ont été accomplis au regard des ajustements que je viens de décrire, mais il reste une marge importante de capacités excédentaires au sein de l'économie.

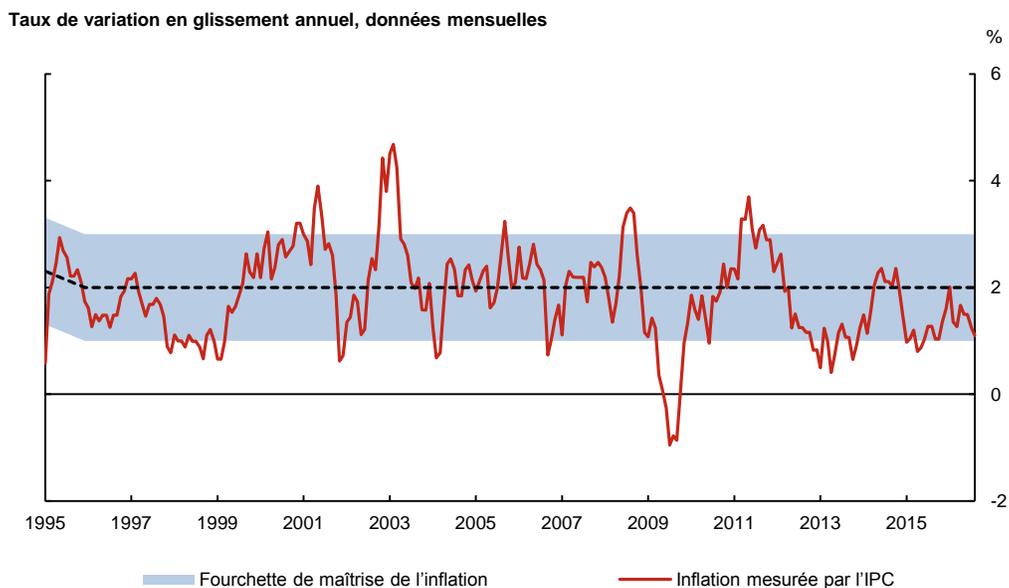
En septembre, le Conseil de direction de la Banque a décidé de laisser le taux cible du financement à un jour à 1/2 %. Une projection révisée sera présentée dans le *Rapport sur la politique monétaire* qui sera publié le 19 octobre prochain, en même temps que l'annonce concernant le taux directeur. Nous sommes justement en train de travailler là-dessus.

Bien entendu, nous suivons les données à mesure qu'elles paraissent, mais nous mettons nos projections à jour quatre fois par année. Ce processus décisionnel nous sert bien. Pour atteindre nos objectifs en matière de politique monétaire, nous établissons nos projections assez souvent pour avoir une bonne idée de l'évolution de l'économie, mais pas trop souvent pour être influencés outre mesure par les variations mensuelles des données. Et lorsque des événements rendent les données plus volatiles, comme les incendies tragiques survenus en Alberta, cette perspective à plus long terme est d'autant plus importante.

Dans le cadre de nos discussions, nous sommes conscients que les ajustements économiques en cours forcent les gens à prendre des décisions à long terme difficiles. S'il y a une chose dont ils ne devraient pas avoir à s'inquiéter, c'est que leur argent perde de la valeur. Dans ce contexte, la meilleure contribution que la Banque puisse apporter à la prospérité du Canada est de maintenir l'inflation à un niveau bas et stable. Des études empiriques ont montré qu'une inflation

basse et stable aide à favoriser les conditions nécessaires à une croissance économique soutenue et à la création d'emplois⁶.

Graphique 7 : L'inflation est restée remarquablement stable



La Banque du Canada réussit à maîtriser l'inflation depuis qu'elle a commencé à viser une cible de 2 %, en 1995⁷. L'inflation globale peut varier, mais elle s'est établie à un peu moins de 2 % en moyenne (**Graphique 7**). Quoique l'économie prenne du temps à retourner à son plein potentiel depuis la crise financière, nous avons réussi à garder l'inflation à l'intérieur de la fourchette cible, et ce, à l'exception de quelques brefs épisodes. La détente monétaire que nous procurons aide à faciliter les ajustements. En ce moment, l'inflation se situe dans la moitié inférieure de notre fourchette cible, principalement à cause des effets temporaires de la diminution des prix des produits énergétiques de consommation.

Nous sommes conscients du fait que les bas taux d'intérêt peuvent intensifier les vulnérabilités financières. Dans le cadre de notre mandat en matière de stabilité financière, nous surveillons de très près le niveau élevé d'endettement des ménages et l'activité dans le secteur du logement. Nous estimons qu'avec le temps, les mesures annoncées lundi par le gouvernement fédéral aideront à atténuer les risques pesant sur le système financier que présentent les déséquilibres dans le secteur des ménages.

Notre approche en matière de formulation de la politique monétaire est axée sur la gestion des risques. C'est-à-dire que nous tenons compte à la fois des risques qui pèsent sur les perspectives d'inflation et de ceux liés à la stabilité financière.

Conclusion

Permettez-moi de conclure. Mon but aujourd'hui était de vous donner le point de vue de la Banque sur la formulation de la politique monétaire dans le contexte actuel.

Le Canada fait face à des ajustements importants et complexes. Nous avons connu des progrès, mais aussi quelques revers. Comme nous l'avons dit en septembre, en raison du récent recul des exportations, les risques entourant le profil de l'inflation se sont orientés quelque peu à la baisse.

La Banque maintient la détente monétaire pour soutenir l'économie afin d'atteindre la cible d'inflation. Les ajustements sont clairement en train de s'opérer. Mais il faut du temps avant que l'économie s'ajuste pleinement au choc des prix du pétrole, que l'économie américaine se raffermisse et que les effets des stimulants budgétaires deviennent de plus en plus manifestes.

Le Conseil de direction de la Banque aura le plaisir de vous fournir une mise à jour de ses prévisions et de publier le communiqué concernant le taux directeur dans quelques semaines.

¹ Les travailleurs dans la force de l'âge sont les travailleurs âgés de 25 à 54 ans.

² Selon les projections démographiques établies par les Nations Unies concernant les personnes âgées de 15 à 64 ans et publiées dans *Perspectives de la population mondiale : révision 2015*. Pour accéder à la base de données, aller au <https://esa.un.org/unpd/wpp/>.

³ C. Baumeister et L. Kilian (2016), *Lower oil prices and the U.S. economy: Is this time different?*, Brookings Institution.

⁴ S. S. Poloz (2016), *Conférence commémorative Paul-Storer – L'intégration du commerce transfrontalier et la politique monétaire*, document d'analyse du personnel n° 2016-20, Banque du Canada.

⁵ D. Amirault et N. Rai (2016), *Canadian Labour Market Dispersion: Mind the (Shrinking) Gap*, note analytique du personnel n° 2016-3, Banque du Canada.

⁶ R. Barro (1991), « Economic Growth in a Cross-Section of Countries », *The Quarterly Journal of Economics*, vol.106, n° 2, p. 407-43; S. Fischer (1983), « Inflation and Growth », document de travail n° 1235, *National Bureau of Economic Research*; Banque du Canada (2011), *Reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation – Document d'information*.

⁷ En février 1991, le gouvernement et la Banque ont adopté des cibles destinées à réduire l'inflation. L'objectif était de ramener le taux d'inflation à 3 % pour la fin de 1992 et, graduellement, à 2 % pour la fin de 1995.