



**Discours prononcé par Stephen S. Poloz
Gouverneur de la Banque du Canada
Chambre de commerce de St. John's
St. John's (Terre-Neuve-et-Labrador)
27 septembre 2017**

La « dépendance aux données » : le point sur la situation économique

Introduction

C'est toujours un plaisir pour moi de me rendre ici à St. John's, ce coin si exceptionnel du Canada. Vu la géographie, l'histoire et la richesse de la culture de cette ville, ses habitants sont vraiment choyés d'en avoir fait leur « port » d'attache.

Justement, un des sujets qui préoccupent la Banque du Canada depuis la récession mondiale, déclenchée il y a maintenant presque dix ans, est le retour à bon port de l'économie canadienne. Aujourd'hui, je veux vous donner un aperçu des avancées réalisées par l'économie, des progrès qu'il reste à faire et de certains signes à surveiller en cours de route.

La politique monétaire de la Banque vise à maintenir l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible. Aux termes de l'entente conclue entre la Banque et le gouvernement fédéral, nous visons un taux d'accroissement annuel des prix à la consommation à 2 %. Bien sûr, des événements imprévus peuvent toujours exercer des pressions à la hausse ou à la baisse sur l'inflation. C'est pourquoi l'entente prévoit le maintien de l'inflation dans une fourchette allant de 1 à 3 %.

Qu'est-ce que j'entends par « retour à bon port »? Pour la Banque, il s'agit de la combinaison de deux facteurs : une économie qui se remet à tourner à son plein potentiel et une inflation à 2 %. Notre institution s'attend, lorsque l'économie fonctionne à plein régime, à ce que l'inflation converge vers le point médian de la fourchette, soit 2 %. C'est pourquoi le retour à bon port de l'économie nous préoccupe tant à la Banque.

Les ajustements de taux d'intérêt influent sur l'activité économique, ce qui a une incidence sur l'écart entre le niveau de production et le plein potentiel de l'économie et, partant, sur l'inflation. Il y a toutefois un élément important qu'on a parfois tendance à négliger : ce processus prend un certain temps. Une variation des taux d'intérêt n'agira pleinement sur l'inflation qu'un an et demi voire deux ans après coup. C'est ce qui explique que, lorsque la Banque prend des

Je tiens à remercier Russell Barnett et David Amirault de l'aide qu'ils m'ont apportée dans la préparation de ce discours.

Ne pas publier avant le 27 septembre 2017
à 11 h 45, heure de l'Est

décisions de politique monétaire, elle est davantage préoccupée par les perspectives d'inflation que par les données les plus récentes sur celle-ci – qui datent déjà d'il y a un mois.

Prévisions d'inflation : données, indicateurs de confiance et renseignements

Voilà qui nous amène à nous demander comment faire pour prévoir l'évolution de l'inflation. Et pour commencer, attardons-nous aux modèles économiques. Ces derniers sont indispensables pour établir des prévisions relatives à l'inflation et à l'économie. Toutefois, aucun banquier central ne fonderait une décision de politique monétaire uniquement sur les projections issues d'un modèle économique. Les modèles fournissent un point de départ cohérent, mais la Banque doit faire preuve d'un jugement réaliste avant de prendre une décision relative à la politique monétaire.

Ce jugement se fonde en grande partie sur des conversations avec des acteurs économiques. Plus tôt cette année, la sous-gouverneure Lynn Patterson [a discuté](#) de la manière dont la Banque recueille des renseignements auprès des marchés financiers. Mais les efforts visant à évaluer la confiance des entreprises en récoltant des renseignements sur l'économie réelle auprès des gens d'affaires – ce qu'on appelle parfois les « données qualitatives » – sont également essentiels. La Banque doit comprendre aussi bien le point de vue des propriétaires d'entreprise que celui des milieux financiers pour éclairer ses prévisions de croissance et d'inflation. À cet égard, les bureaux régionaux de la Banque, où des employés visitent régulièrement des entreprises de partout au pays, jouent un rôle crucial.

Ces efforts passent principalement par l'enquête sur les perspectives des entreprises, qui a vingt ans cette année. Le processus informel sur lequel reposent ces visites a été initié lorsque je travaillais à la Banque au début des années 1990. Je suis d'ailleurs venu pour la première fois à St. John's pour mener une de ces consultations. Au moyen d'un questionnaire d'enquête et de conversations avec des chefs d'entreprise, la Banque obtient régulièrement des indices des tendances économiques avant qu'elles ne se manifestent dans les statistiques économiques officielles.

Laissez-moi vous donner un exemple. La chute de presque 50 % des cours du pétrole enregistrée en 2014 a entraîné pour les producteurs pétroliers une baisse approximative de revenus d'exportation de 60 milliards de dollars par année. Certaines des conséquences de ce recul sont apparues immédiatement évidentes et prévisibles. La Banque s'attendait à ce que les régions où le secteur pétrolier est fortement présent subissent de lourdes répercussions liées à la diminution des revenus et que les compagnies pétrolières réduisent leurs dépenses. Il ne fait aucun doute que la population de St. John's et de la province est bien au fait des difficultés qu'a causées le choc des prix du pétrole.

Cependant, les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises réalisée vers la fin de 2014 et les éléments ressortant de discussions que la Banque avait menées avec des représentants de sociétés du secteur de l'énergie ont permis de déceler des signes avant-coureurs d'une détérioration de la situation allant bien au-delà d'un recul des investissements des entreprises. À

titre d'exemple, des entreprises de votre région signalaient qu'elles recevaient des tonnes de demandes d'emploi de personnes parties travailler en Alberta qui étaient de retour dans leur province d'origine. Des entreprises du secteur des services, comme des sociétés hôtelières et des entreprises de camionnage, faisaient état à la Banque de réservations ou de commandes soudainement annulées. Des entreprises offrant des services au secteur de l'énergie rapportaient que des contrats de construction et d'exploration déjà signés étaient en voie d'être renégociés ou avaient été carrément résiliés.

Par conséquent, bien avant que les effets du choc ne soient observables dans les statistiques, nous pouvions entrevoir des répercussions négatives considérables pour l'économie canadienne et les perspectives de l'inflation. Ce constat a joué un rôle déterminant dans notre décision d'abaisser les taux d'intérêt en janvier 2015. Et, étant donné que les entreprises revoyaient encore à la baisse leurs intentions d'investissement, la Banque a de nouveau réduit les taux au mois de juillet suivant.

Soyons clairs, les modèles économiques de la Banque ont correctement prévu que la chute des cours du pétrole aurait de lourdes répercussions. Plus particulièrement, notre principal modèle macroéconomique nous a fourni de précieux renseignements sur l'incidence qu'exercerait le choc sur l'économie et la manière dont les ajustements s'opéreraient par la suite. Mais le fait que l'information qui nous était transmise corroborait les prévisions du modèle n'a fait que confirmer notre opinion selon laquelle il était judicieux d'abaisser les taux.

Ajustement à la baisse des cours du pétrole

Bien entendu, la chute des prix du pétrole a nettement retardé le retour à la normale de l'économie canadienne. La Banque savait que le choc déclencherait une série complexe d'ajustements et ferait vivre des épreuves difficiles à de nombreuses personnes.

En substance, nos modèles ont prévu que l'économie aurait une réaction inverse à celle observée durant la période allant de 2010 à 2014, lorsque les cours élevés du pétrole ont mené à de fortes hausses des investissements des entreprises et du revenu national. Les provinces où le secteur de l'énergie occupe une place relativement importante, comme Terre-Neuve-et-Labrador, seraient plus gravement ébranlées. Voilà qui met en relief un des principaux défis auxquels sont confrontés les décideurs, les chocs économiques pouvant être ressentis très différemment dans les diverses régions du pays.

Pour ce qui est des ajustements, la Banque prévoyait que la baisse des cours du pétrole causerait non seulement un déclin du secteur de l'énergie, mais aussi une reprise de la croissance des secteurs hors énergie. Elle anticipait que les exportations seraient stimulées par la dépréciation du dollar canadien. Les entreprises exportatrices atteignant les limites de leurs capacités de production, la Banque s'attendait à une hausse des investissements des entreprises. Ce renforcement des exportations et des investissements s'ajouteraient aux dépenses des ménages, et la croissance deviendrait plus généralisée et autosuffisante.

L'ajustement du secteur de l'énergie a sans aucun doute été difficile. En plus de réduire leurs dépenses d'investissement, les compagnies pétrolières ont procédé à des restructurations et à des mises à pied. Environ 50 000 emplois ont été

perdus dans le secteur des ressources entre le début de 2015 et le milieu de l'année dernière. En dépit de cela, les entreprises ont accru leur production et leurs exportations de pétrole brut, des investissements annoncés précédemment ayant été achevés et des gains d'efficience ayant été réalisés. Et comme les cours du pétrole sont établis en dollars américains, la dépréciation du dollar canadien a également contribué à amortir le choc. L'accroissement de la production et le recul du taux de change ont permis d'annuler presque la moitié, soit environ 25 milliards de dollars, de la baisse de 60 milliards de dollars des revenus d'expédition de pétrole.

Cela étant dit, les autres exportations du Canada ont pris plus de temps à se rétablir que la Banque ne l'anticipait. Les entreprises exportatrices ont été durement touchées pendant et après la crise financière mondiale. Nombre d'entre elles ont disparu et ont été remplacées au fil du temps par de nouveaux exportateurs de biens et services. En conséquence, la composition des exportations canadiennes a aussi changé depuis la crise. Les exportations de services, comme les services techniques, les services de voyage, les services financiers et les services de gestion, sont passées en tête de peloton, tandis que certaines catégories traditionnelles, comme les véhicules automobiles et les pièces, ont vu leur part décliner. À la mi-2016, les exportations hors énergie s'étaient entièrement rétablies de leur chute. Aujourd'hui, les exportations totales dépassent de presque 10 % leur sommet d'avant la crise.

La politique monétaire a joué un rôle prédominant dans cet ajustement. Si le taux directeur n'avait pas été abaissé en 2015, la Banque estime qu'à l'heure actuelle l'activité économique serait inférieure d'environ 2 % – ce qui représenterait un manque à gagner de presque 50 milliards de dollars – et on compterait quelque 120 000 emplois de moins au sein de l'économie. Les mesures de relance budgétaire du gouvernement ont aussi grandement contribué à la croissance et ont permis d'améliorer le dosage des politiques monétaire et budgétaire. Sans ces mesures de relance, les taux d'intérêt auraient même dû diminuer davantage. Toutes choses égales par ailleurs, l'absence de telles mesures aurait entraîné un alourdissement de la dette des ménages et une vulnérabilité à long terme accrue pour l'économie.

Pour l'avenir, la Banque prévoit que les investissements des entreprises seront l'un des principaux moteurs de la croissance. Les investissements des entreprises ont aussi progressé moins rapidement que ce qui était escompté, mais ils ont affiché une vigueur généralisée au cours du premier semestre de l'année. De plus, dans la plus récente enquête sur les perspectives des entreprises, le personnel des bureaux régionaux de la Banque a appris que les entreprises se concentraient davantage qu'auparavant sur l'accroissement de leurs capacités de production. D'ailleurs, des entreprises d'un éventail croissant de secteurs étaient d'avis que la croissance de leurs ventes s'améliorera encore, et les intentions d'embauche atteignent des sommets historiques.

À la lumière de toute cette information, il était devenu évident au début de l'été que les ajustements de l'économie à la baisse des prix du pétrole étaient essentiellement terminés. Bien sûr, l'incidence du choc demeurait palpable dans les régions du pays où le secteur de l'énergie est fortement présent. Mais d'un

point de vue macroéconomique, ces effets étaient contrebancés par une plus grande vigueur dans d'autres secteurs.

C'est pourquoi la Banque a relevé le taux directeur en juillet et de nouveau ce mois-ci. Entre ces deux hausses, une longue succession de données économiques plus robustes que prévu a été observée, le point culminant étant les chiffres du PIB publiés à la fin du mois d'août, qui ont fait état d'un taux de croissance annuel de 4,5 % au deuxième trimestre. Comme nous l'avons mentionné lors de la dernière annonce du taux directeur, il est peu probable que cette cadence se maintienne, et les données récentes laissent clairement présager une modération au second semestre. Néanmoins, l'expansion se généralise et devient plus autosuffisante. Et il ne faut pas oublier que ce n'est pas le taux de croissance qui stimule l'inflation, mais bien l'écart entre le niveau de la production réelle et celui de la production potentielle. La Banque est en train de mettre à jour ses prévisions de croissance et d'inflation, qui seront publiées le mois prochain dans le *Rapport sur la politique monétaire*.

Gestion des risques

En dépit des nouvelles récentes concernant la croissance économique, l'évolution de l'inflation au Canada au cours des dernières années a été marquée par des risques à la baisse. En effet, pendant la majeure partie des cinq dernières années, l'inflation s'est établie dans la moitié inférieure de la fourchette cible. En tenant compte des longs décalages entre l'activité économique et l'inflation, la faiblesse de l'inflation est en grande partie attribuable à la lente croissance économique passée et, plus récemment, à des facteurs temporaires, comme l'atonie des prix des aliments et de l'électricité. D'ailleurs, l'inflation a été étonnamment basse récemment au Canada comme dans la plupart des pays développés. Je vous donnerai plus tard des précisions sur cette question.

Puisque l'inflation s'est maintenue dans la moitié inférieure de la fourchette cible, l'approche de gestion des risques que la Banque suit en matière de politique monétaire l'a incitée à porter une attention accrue aux forces qui exercent des pressions à la baisse sur l'inflation. Lorsque le taux d'inflation est déjà bas, un choc négatif pour les perspectives d'inflation a des conséquences plus importantes en matière de politique monétaire qu'une inflation plus élevée que prévu. Dans l'ensemble, la Banque voulait s'assurer que la politique monétaire imprime un degré de détente monétaire suffisant pour ramener l'économie à bon port.

À mesure que l'expansion se poursuit, la Banque continuera de gérer les risques en constante évolution entourant les perspectives d'inflation. Les facteurs temporaires qui ont freiné l'inflation devraient se dissiper dans les mois à venir, bien que l'évolution récente du taux de change pourrait influer sur cette prévision. Dans sa projection de juillet, la Banque a indiqué que l'inflation devrait avoisiner 2 % d'ici le milieu de l'année prochaine. Depuis la publication de cette projection, les mesures de l'inflation fondamentale de la Banque ont affiché une légère hausse, comme prévu. La Banque s'attend à ce que les pressions à la baisse sur l'inflation laissent la place à des pressions haussières, à mesure que se résorbera la marge de capacités excédentaires au sein de l'économie. D'ailleurs, les modèles de la Banque prévoient que l'inflation s'établira

légèrement au-dessus de la cible de 2 % en 2019 – une prévision issue de la dynamique propre à nos modèles.

Dans une telle situation, il est très difficile de savoir quelle trajectoire des taux d'intérêt est appropriée, parce que plusieurs inconnues importantes entourent les perspectives d'inflation. Ces inconnues sont inhabituelles, car elles résultent surtout de la nature inusitée de la situation dans laquelle nous nous trouvons, c'est-à-dire l'héritage laissé par la crise financière mondiale, la période prolongée de croissance économique lente, les taux d'intérêt extrêmement bas, ainsi de suite. Par conséquent, nous devons constamment affiner notre compréhension de l'économie en temps réel. C'est la raison pour laquelle nous disons que les perspectives d'inflation, et par le fait même la politique monétaire, sont fortement dépendantes des données à l'heure actuelle.

Dépendance aux données

Qu'est-ce qu'on entend, dans les faits, quand on parle d'une politique monétaire dépendante des données? Après tout, les banques centrales sont toujours tributaires des données pour mesurer l'évolution de l'économie par rapport aux attentes.

Ce que j'entends par là, dans ce contexte, c'est que dans une période d'incertitude accrue quant à l'évolution de l'économie et à son incidence sur l'inflation, nous devons porter une attention très particulière à *toute* l'information que nous recevons, y compris les données, les indicateurs de confiance et d'autres renseignements. Et nous devons tirer des déductions en continu au sujet non seulement de l'évolution de l'économie, mais aussi des changements possibles dans son comportement.

Laissez-moi vous donner quatre exemples d'enjeux que nous surveillerons.

Le premier, et le plus important, est l'évolution de la **capacité potentielle de l'économie**. J'ai dit que notre version d'un « retour à bon port » consiste à combiner deux facteurs : une économie qui tourne à son plein potentiel et une inflation à 2 %. Mais le plein potentiel peut être une cible mouvante. Pourquoi? Parce que lorsque les entreprises accroissent leurs investissements, elles augmentent leur capacité de production, en haussant leur productivité et en embauchant du personnel. Il s'agit là d'une bonne chose parce qu'à mesure que l'économie se rapproche de son plein potentiel, les dépenses d'investissement peuvent avoir pour effet de repousser ces limites de capacité. L'économie dispose ainsi d'une marge plus grande pour croître sans engendrer d'inflation. Bref, c'est quelque chose qui mérite d'être encouragé. Dans une certaine mesure, cela se produit à ce moment-là dans chaque cycle économique, mais le cycle prolongé que nous vivons rend cet enjeu encore plus pertinent cette fois-ci.

Le deuxième enjeu concerne **l'inflation et la technologie**. Des économistes ont avancé que la technologie contribue à la faiblesse de l'inflation à l'échelle mondiale. Il est possible que l'économie numérique permette la production et la livraison de biens et de services de manière plus efficace, ce qui maintient les prix bas. La concurrence est aussi probablement plus forte en raison du commerce électronique, ce qui influe sur les prix des détaillants.

Il vaut la peine de souligner qu'une telle désinflation fait augmenter le pouvoir d'achat de tout le monde et constitue donc un effet positif. La Banque voudrait

estimer l'incidence des évolutions technologiques sur l'inflation tendancielle et, en supposant que cette incidence est temporaire, en faire abstraction, pourvu que les attentes d'inflation demeurent bien ancrées. Il reste beaucoup à faire pour jauger la taille et la persistance de ces effets.

Le troisième enjeu est la **croissance des salaires**, qui a été plus lente que ce qu'on aurait escompté dans une économie se rapprochant de son plein potentiel. Les salaires horaires ont progressé à un rythme annuel de 1,7 % au deuxième trimestre. Leur croissance est modérée depuis des mois, bien que le dernier rapport mensuel sur l'emploi montre des signes d'augmentation. La lente croissance est probablement attribuable en partie au remplacement d'emplois bien rémunérés dans le secteur pétrolier par des emplois moins bien rémunérés ailleurs. On ne sait pas avec certitude combien de temps cet effet se fera sentir et d'autres phénomènes pourraient être à l'œuvre. Là encore, nous devons déployer beaucoup d'efforts pour comprendre les données ainsi que les changements sous-jacents en matière de comportement que ces données laissent peut-être entrevoir.

Le quatrième enjeu est l'**endettement élevé des ménages**. Il y a lieu de croire que les hausses de taux d'intérêt pourraient influer davantage sur l'économie et l'inflation que par le passé. De plus, nous ne savons pas encore dans quelle mesure l'économie réagira aux diverses mesures macroprudentielles adoptées pour s'attaquer aux déséquilibres du marché du logement. C'est pourquoi la Banque fera un suivi attentif pour voir de quelle manière l'ajustement de l'économie aux variations des taux d'intérêt peut différer par rapport aux cycles économiques précédents.

Cette liste n'est pas complète. Nos perspectives sont aussi entachées de nombreux risques externes et incertitudes, dont l'évolution de la situation géopolitique et la montée du protectionnisme dans certaines parties du globe. L'évolution du taux d'intérêt neutre est également un sujet qui soulève d'importantes discussions au sein de la profession. Nous parlons de ces incertitudes depuis un bon moment déjà.

Dans ce contexte, nous ne pouvons tout simplement pas nous reposer machinalement sur nos modèles économiques. Cela ne signifie pas que nous abandonnons nos modèles, mais plutôt que nous devons y recourir en faisant preuve de beaucoup de jugement, grâce aux données, aux indicateurs de confiance et à d'autres renseignements, à mesure que nous avançons dans le délicat processus consistant à ramener l'inflation à la cible de manière durable. Nous demeurerons attentifs à l'ensemble des données ainsi qu'à l'évolution des marchés financiers en ce qui a trait à leur incidence sur les perspectives d'inflation. Nous sommes conscients que l'économie pourrait se comporter différemment qu'au cours des cycles précédents. Nous ne recourrons pas à une approche mécanique en matière de politique monétaire.

J'aimerais vous présenter brièvement un dernier point. Parmi les évolutions du marché financier que nous surveillons de près, mentionnons les mouvements des taux d'intérêt à plus long terme et du taux de change. Il est naturel que les variations des taux d'intérêt entraînent des mouvements du cours du dollar canadien. Toutefois, le cours d'une monnaie peut varier pour de nombreuses

raisons, y compris des facteurs externes, et ces variations peuvent influer sur nos perspectives d'inflation, selon leur cause, leur taille et leur persistance.

Conclusion

Permettez-moi de conclure. J'espère vous avoir donné une bonne idée des avancées réalisées par l'économie en vue de son retour à bon port. Bien que nous soyons convaincus que l'économie a fait d'importants progrès, nous ne pouvons savoir exactement quelle distance la sépare du but.

Les progrès de l'économie que nous avons constatés démontrent que nous avons été bien avisés d'assouplir la politique monétaire en 2015. À tout le moins, ce degré additionnel de détente monétaire n'est plus nécessaire. Mais la trajectoire des taux d'intérêt n'est pas prédéterminée à partir d'ici. Dans ces circonstances, la politique monétaire sera particulièrement dépendante des données et, comme toujours, ces dernières pourraient encore nous surprendre dans un sens comme dans l'autre. Nous continuerons de nous adapter prudemment aux évolutions à mesure que s'effectue le retour de l'économie à bon port, en favorisant la croissance économique et en maintenant notre cible d'inflation au centre de nos préoccupations.