



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Discours prononcé par Timothy Lane
Sous-gouverneur à la Banque du Canada
Chambre de commerce du Grand Vancouver
Vancouver (Colombie-Britannique)
8 mars 2018

L'expansion économique du Canada : état de la situation

Introduction

Je suis ravi de passer la Journée internationale des femmes ici à Vancouver, une ville qui est depuis longtemps déjà à l'avant-garde en matière de diversité, de tolérance et d'ouverture.

Plus tôt aujourd'hui à Halifax, le gouverneur Stephen S. Poloz et le ministre des Finances Bill Morneau ont dévoilé le [nouveau billet](#) de 10 \$ orné du portrait de Viola Desmond.

Son histoire est une telle source d'inspiration! En 1946, M^{me} Desmond, une femme d'affaires noire de Nouvelle-Écosse, a refusé de quitter une section réservée aux Blancs d'un cinéma de New Glasgow, après quoi elle a été incarcérée, reconnue coupable et condamnée à une amende.

Elle a défié la discrimination dont elle a été victime avec grâce et courage. Elle est entrée dans l'histoire en introduisant la première contestation judiciaire connue soulevée par une femme noire au Canada pour cause de ségrégation raciale. Cette affaire a inspiré le changement et a fait partie d'un plus vaste ensemble d'efforts déployés pour accroître l'égalité raciale au pays.

Ce billet sera mis en circulation au cours de l'année. Vous serez d'avis, je l'espère, que les images et les symboles qui y figurent témoignent des progrès que nous avons accomplis – et du chemin qu'il nous reste à parcourir – en tant que nation en quête de justice sociale et de respect des droits de la personne.

Je tiens à remercier Eric Santor et Garima Vasishtha de l'aide qu'ils m'ont apportée dans la préparation de ce discours.

Ne pas publier avant le 8 mars 2018
à 15 h 35, heure de l'Est

Je vais maintenant m'écarter de ces nobles considérations pour aborder le principal sujet de mon discours d'aujourd'hui : la constante expansion de l'économie canadienne, qui est en passe d'atteindre son plein potentiel. C'est dans ce contexte que nous avons pris la décision de politique monétaire annoncée hier.

Pour ceux qui l'ignoraient, nous établissons le taux directeur huit fois par an. Quatre de ces décisions coïncident avec la publication trimestrielle de notre *Rapport sur la politique monétaire*, lequel fournit une prévision exhaustive et des explications détaillées sur notre point de vue à l'égard de l'évolution des risques qui pèsent sur nos perspectives d'inflation. Le gouverneur et la première sous-gouverneure tiennent une conférence de presse le jour de l'annonce.

Jusqu'à présent, les quatre autres décisions étaient seulement annoncées par la voie d'un communiqué d'approximativement une page.

Nous avons décidé qu'à compter d'aujourd'hui, un membre du Conseil de direction de la Banque donnera également un discours public sur l'état de la situation économique environ une journée après chacune de ces quatre annonces du taux directeur. Le but est de faire le point sur nos perspectives d'évolution de l'économie et sur les considérations au cœur de nos délibérations.

Ce discours amorce donc une nouvelle démarche, un autre pas dans notre cheminement constant pour aider la population à mieux comprendre nos actions et nos décisions en tant que banque centrale du Canada.

Permettez-moi maintenant de commencer.

Évolution des économies mondiale et canadienne

L'économie canadienne progresse bien, enregistrant une robuste croissance de 3 % pour l'année 2017, à l'issue d'une décennie marquée par de nombreux reculs.

Après des années d'évolution inégale, la croissance s'est équilibrée.

La marge notable de capacités excédentaires qu'affichait l'économie, surtout le marché du travail, s'est en grande partie résorbée et l'inflation avoisine notre cible de 2 %. Même si une incertitude considérable (dont je parlerai ultérieurement) pèse sur les perspectives, les tendances ont été plutôt encourageantes ces derniers trimestres. On a observé ces tendances dans l'ensemble des régions et des secteurs, mais les conditions économiques favorables sont particulièrement apparentes dans certaines parties du Canada, y compris en Colombie-Britannique.

Économie mondiale

Évidemment, le Canada est une économie très ouverte, et son expansion est soutenue par une croissance mondiale que l'on qualifie maintenant de « synchrone », ce qui est de bon augure. Nous constatons à présent une solide progression non seulement aux États-Unis et en Chine, mais également en Europe et dans de nombreux pays émergents.

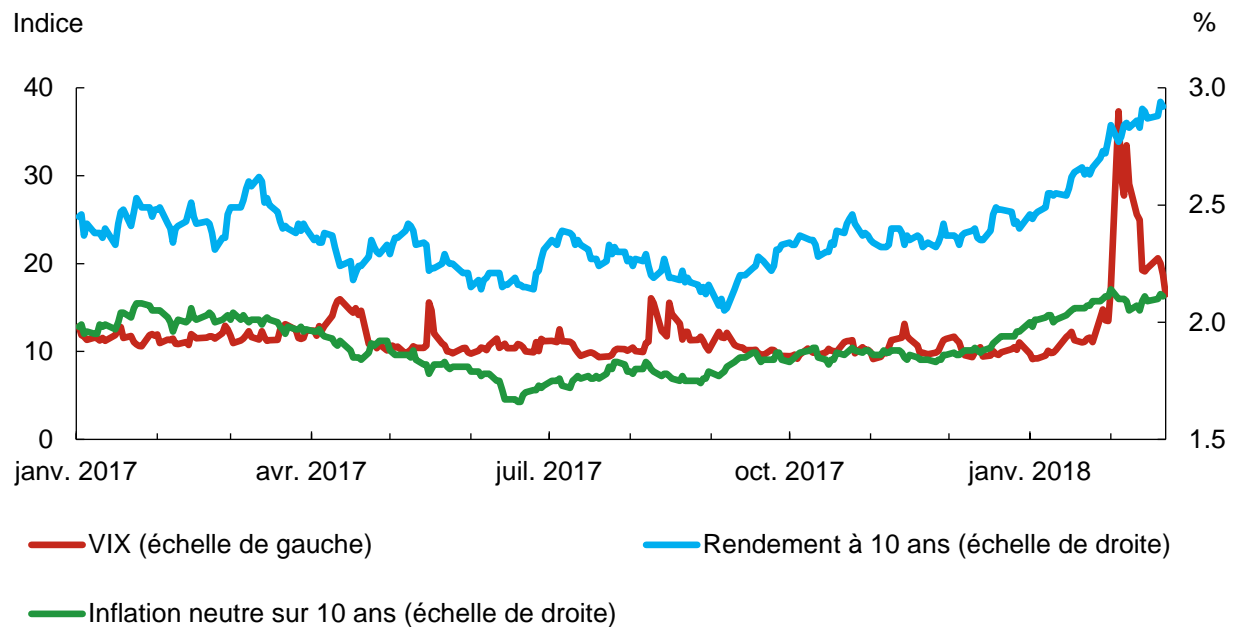
Cela fait quelques années que l'économie américaine affiche une croissance et une création d'emplois robustes, de manière générale. Au début de 2018, les données indiquaient un regain de dynamisme aux États-Unis, et l'on s'attendait à ce que les baisses d'impôt annoncées juste avant le temps des Fêtes stimulent davantage la demande. Depuis, l'évolution de la situation a dans l'ensemble confirmé ce scénario. L'expansion de l'économie américaine est restée vigoureuse, atteignant un taux annuel de 2,5 % au quatrième trimestre de 2017. De plus, les États-Unis sont pour ainsi dire en situation de plein emploi, le taux de chômage ayant touché son niveau le plus bas en 17 ans. La croissance des salaires s'est pour sa part inscrite légèrement en hausse ces derniers mois et la confiance des entreprises américaines demeure élevée. Enfin, la majoration des dépenses publiques autorisée par voie législative en février donnera probablement une nouvelle impulsion à l'économie au cours des prochaines années.

L'économie américaine est susceptible de continuer à progresser. L'expansion actuelle pourrait créer un cercle vertueux qui réveillerait les « esprits animaux » des entreprises et des consommateurs, ce qui générerait une croissance encore plus rapide que prévu. Le cas échéant, l'augmentation des investissements des entreprises et des dépenses des ménages aux États-Unis serait probablement bénéfique pour notre économie. Alors, comme toujours, nous surveillons de près l'évolution de la conjoncture chez nos voisins du sud.

Parlant de conjoncture, les marchés boursiers américains et mondiaux ont affiché, il y a quelques semaines, des variations marquées qui ont provoqué une volatilité boursière accrue (**Graphique 1**). Même si, manifestement, ces mouvements ont été amplifiés par des facteurs techniques – et, sans surprise, par la tendance des marchés à surréagir –, la révision des cours témoigne d'un changement des perspectives économiques.

Graphique 1 : Les attentes des marchés relativement à l'inflation aux États-Unis ont augmenté et la volatilité a atteint des sommets

Données quotidiennes



Sources : Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale et *The Wall Street Journal* par l'intermédiaire de Haver Analytics

Dernières observations : 23 février 2018 (VIX) et 22 février 2018 (inflation neutre et rendement)

Les marchés s'attendent à une inflation en hausse dans certaines grandes économies avancées, par exemple aux États-Unis, où elle s'est maintenue sous la cible de façon persistante. Le revirement des anticipations en matière d'inflation et la vigueur de l'économie mondiale nourrissent, dans une certaine mesure, les attentes des marchés, qui anticipent une politique monétaire moins expansionniste. Avec le temps, l'augmentation des rendements des obligations aux États-Unis pourrait exercer des pressions haussières sur les rendements ailleurs, y compris au Canada. En fait, à mesure qu'ils comprennent les conséquences possibles du changement de dynamique pour les banques centrales, les marchés deviennent eux-mêmes la source d'une partie du durcissement que l'on peut escompter quand l'économie mondiale s'améliore.

La hausse de la volatilité a succédé à une longue période de calme exceptionnel sur les marchés financiers mondiaux, non seulement les marchés boursiers, mais aussi les marchés des titres à revenu fixe. Ce climat de tranquillité attestait, au moins en partie, de l'influence de la politique monétaire : dans nombre d'économies avancées, les taux directeurs ont été soumis à la contrainte imposée par la valeur plancher et les banques centrales ont eu recours à des instruments non traditionnels, dont l'assouplissement quantitatif et les indications prospectives. La consolidation de l'expansion économique à l'échelle mondiale pourrait nous mener à un tournant, un point à partir duquel la politique monétaire diminuerait moins la volatilité, qui reviendrait alors à des niveaux plus normaux sur les marchés.

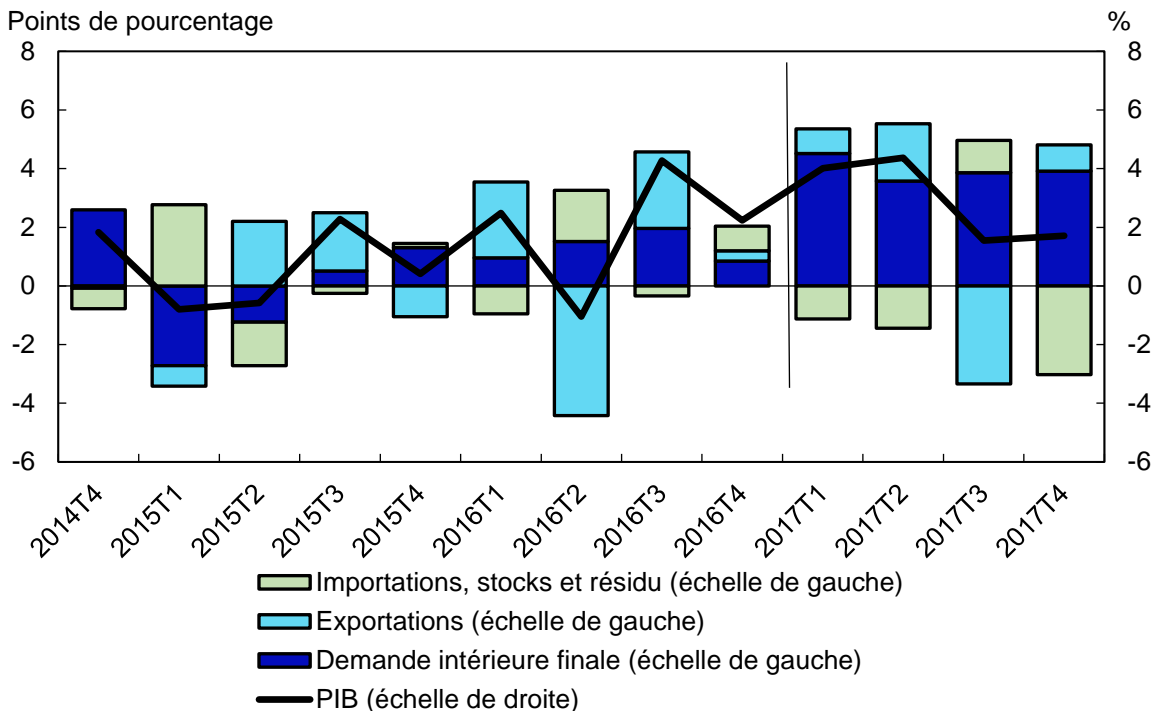
Parallèlement, les perspectives mondiales restent entachées d'une incertitude considérable, surtout en ce qui concerne la situation géopolitique et la montée du protectionnisme. J'en parlerai un peu plus tard.

Économie canadienne

Pour en revenir au Canada, comme je l'ai mentionné, la croissance de notre économie a été robuste en 2017.

Nous nous attendions à ce que la croissance ralentisse pour s'établir à un rythme plus soutenable au début de 2018, et c'est ce qui s'est produit, selon les dernières données tirées des Comptes économiques nationaux. En fait, le ralentissement de la croissance du produit intérieur brut réel au quatrième trimestre de 2017 a dépassé les prévisions de janvier. Or, même si l'expansion annuelle a été de 1,7 %, un taux inférieur à notre projection de 2,5 %, les données sous-jacentes donnent à penser que l'économie progresse plus ou moins comme on s'y attendait. Plus précisément, ce que les économistes appellent la « demande intérieure finale » a progressé à un rythme de 4 % environ pour un quatrième trimestre d'affilée (**Graphique 2**).

Graphique 2 : Contribution à la croissance du PIB réel (taux de variation en glissement trimestriel, données annuelles désaisonnalisées)



Source : Statistique Canada

Dernière observation : 2017T4

L'expansion moins rapide que prévu du PIB global s'explique surtout par l'augmentation des importations, alors que les exportations ne se sont redressées qu'en partie par rapport au recul qu'elles avaient affiché au troisième trimestre. Le gain au chapitre des importations est attribuable principalement à la hausse des investissements des

entreprises, qui a pour effet d'accroître les capacités de production de l'économie. Certains facteurs temporaires ont également influé sur les importations au quatrième trimestre.

En outre, le logement et les dépenses publiques ont apporté une contribution plus importante qu'escompté à la croissance économique. Notons d'ailleurs que la projection que la Banque publiera en avril tiendra compte de l'incidence du récent budget fédéral sur les perspectives de croissance et d'inflation.

Cela dit, il faudra surveiller les répercussions possibles sur les perspectives de l'incertitude entourant l'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA) et des tensions grandissantes concernant les échanges mondiaux. Les évolutions récentes concernant l'aluminium et l'acier, ainsi que l'intensification du discours protectionniste, pourraient avoir de graves conséquences. Nous ne savons pas comment ni quand les négociations concernant l'ALENA ou d'autres différends commerciaux aboutiront, ni comment le secteur privé ou les administrations publiques réagiront. L'éventail de possibilités est si large qu'il ne serait pas utile de tenter de quantifier à l'avance tel ou tel scénario aux fins de la formulation de la politique monétaire. Pour l'instant, nous postulons que les accords commerciaux existants resteront en vigueur pendant la période de projection actuelle de deux ans. Lorsque nous serons en présence de résultats concrets, nous serons plus à même d'évaluer leurs effets sur l'économie canadienne.

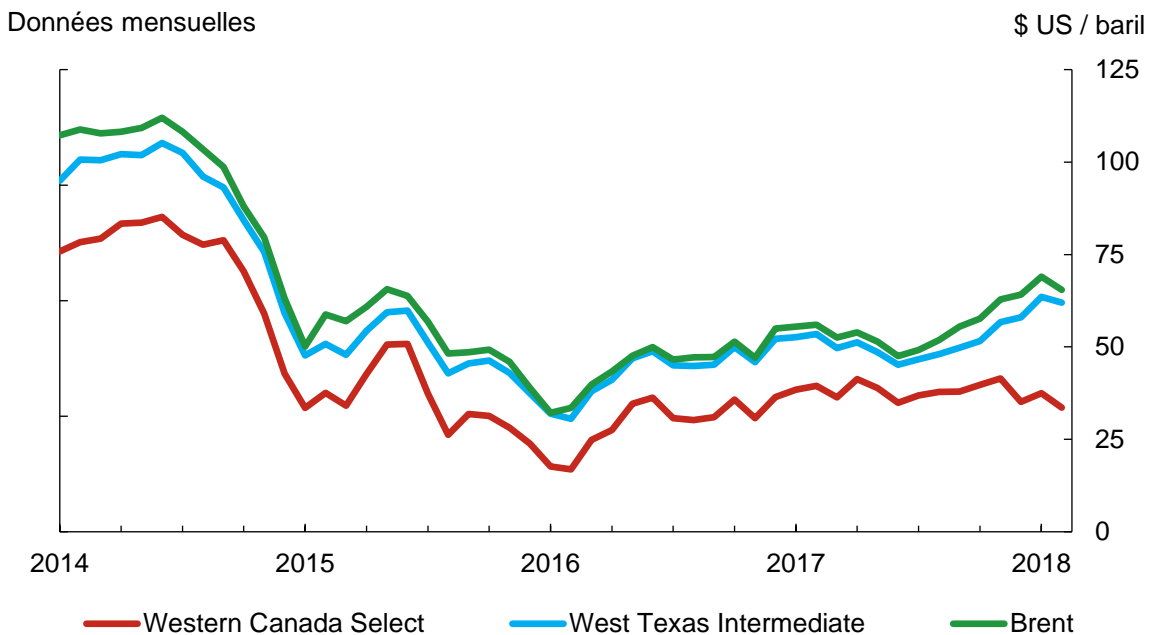
Néanmoins, même si les accords commerciaux du Canada ne changent pas, l'incertitude qui pèse sur ceux-ci influe sur les décisions d'investissement des entreprises. De plus, il est possible que la réforme fiscale aux États-Unis rende les investissements au Canada encore moins attrayants. Pour ces deux raisons, les entreprises pourraient décider de rediriger une partie de leurs dépenses d'investissement du Canada vers les États-Unis. Nos projections économiques supposent que de tels effets freineront probablement les investissements des entreprises, comme nous l'avons énoncé en janvier. Au moment d'établir nos prévisions d'avril, nous évaluerons si le degré de prudence dont nous avons fait preuve par le passé reste approprié. Un indicateur important que nous prendrons en considération sera les résultats de l'enquête du printemps sur les perspectives des entreprises, que nous publierons le 9 avril.

Quelques autres points méritent d'être soulignés concernant l'évolution des exportations et des investissements.

Tout d'abord, du côté des exportations d'énergie, les cours au comptant du pétrole brut ont chuté depuis la publication de notre prévision de janvier, mais ils demeurent relativement élevés par rapport à 2017 (**Graphique 3**). Cependant, le Canada ne tire pas pleinement parti du redressement des prix du pétrole en raison d'écart supérieurs à la moyenne entre les cours de référence mondiaux et le prix du pétrole lourd

canadien. Dans la mesure où ces différences sont attribuables à la congestion continue des infrastructures de transport, nous nous attendons à ce qu'elles persistent. Cette situation pourrait avoir un effet modérateur sur les investissements dans le secteur de l'énergie.

Graphique 3 : Les cours mondiaux du pétrole sont plus élevés qu'en 2017, mais le Canada n'en tire pas pleinement profit



Sources : cours par l'intermédiaire de Haver Analytics et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : février 2018

En outre, bien que l'activité manufacturière ait été vigoureuse au Canada ces derniers trimestres, les exportations de biens non énergétiques pourraient décevoir, eu égard aux défis qui continuent de se poser sur le plan de la compétitivité. En 2017, ces défis ont d'ailleurs empêché le Canada de profiter pleinement du renforcement du commerce international.

Les dépenses des ménages, à savoir la consommation et l'investissement résidentiel, sont un autre facteur déterminant de nos perspectives économiques. Selon nos prévisions de janvier, ces dépenses devaient demeurer solides, mais contribuer dans une moindre mesure à la croissance.

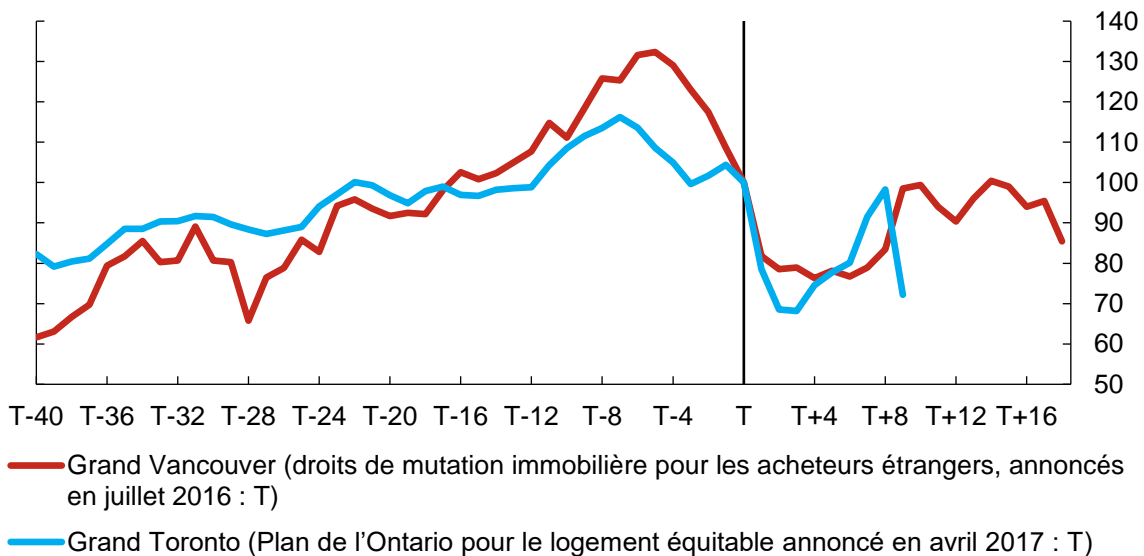
Il y a toutefois un grand nombre d'éléments à prendre en considération. Les effets des diverses mesures prises par les gouvernements de la Colombie-Britannique et de l'Ontario se répercutent encore sur les principaux marchés du logement. Les autorités fédérales ont élaboré de nouvelles lignes directrices sur la souscription de prêts hypothécaires, qui sont entrées en vigueur le 1^{er} janvier. De plus, le relèvement des taux d'intérêt devrait freiner les dépenses des ménages, ce qui devrait avoir un

retentissement plus marqué que par le passé, puisque le ménage moyen est maintenant plus lourdement endetté.

Le moment où ces effets se feront sentir peut varier et il est difficile à prévoir. Par exemple, nous nous attendions à ce que certaines activités de revente de logements soient devancées au dernier trimestre de 2017, des acheteurs et vendeurs ayant tenté d'inscrire des transactions avant l'entrée en vigueur des nouvelles lignes directrices sur la souscription de prêts hypothécaires. Le rythme soutenu des reventes à la fin de l'année dernière et leur forte baisse récente (**Graphique 4**) semblent cadrer avec cette idée de devancement des activités. Il est cependant encore trop tôt pour déterminer l'incidence de toutes ces mesures – sans parler des mesures annoncées par le gouvernement de la Colombie-Britannique il y a deux semaines – sur les marchés du logement à plus long terme.

Graphique 4 : Les reventes de logements à Toronto et à Vancouver se sont redressées après avoir touché des creux, mais sont de nouveau en baisse

Ventes résidentielles réalisées par l'intermédiaire des systèmes Multiple Listing Service, base 100 de l'indice : T, données mensuelles



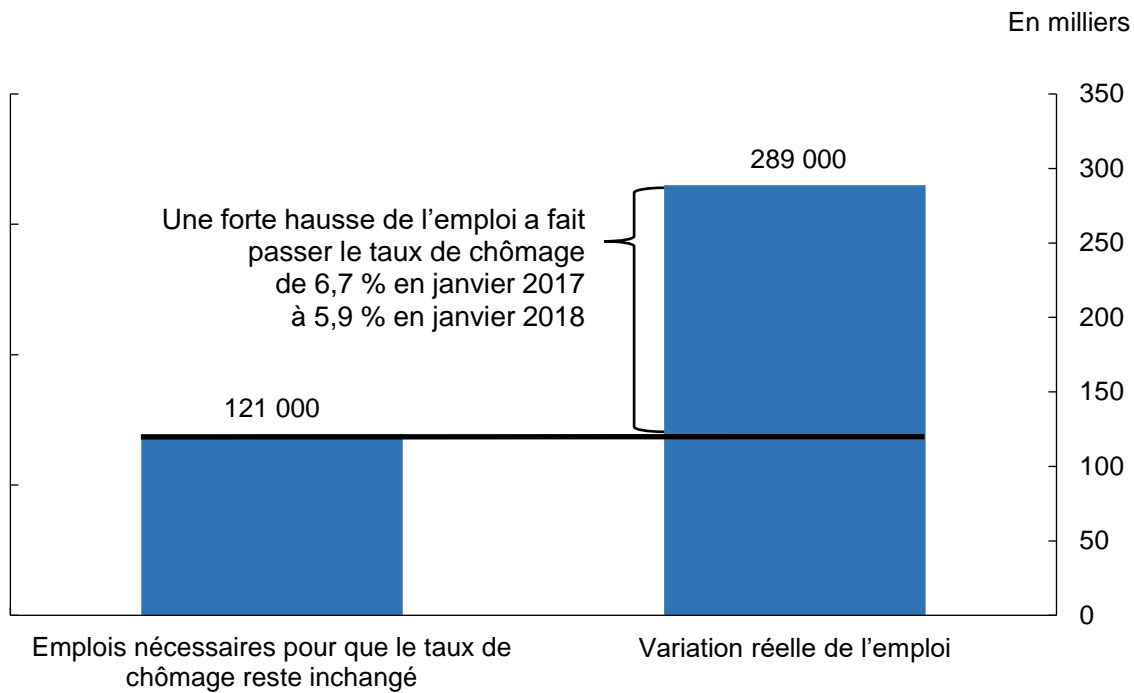
Sources : Association canadienne de l'immeuble et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : janvier 2018

Nous continuerons de suivre ces données de près. Nous continuerons également d'évaluer la sensibilité de la consommation à la hausse des taux d'intérêt, compte tenu du lourd endettement des ménages. À cet égard, il convient de noter que la croissance du crédit aux ménages décélère depuis quelques mois. Il est encore trop tôt pour vraiment parler de tendance, et les données relatives au crédit peuvent être volatiles, mais c'est bien à cela que l'on s'attend.

Pour ce qui est du marché du travail, malgré un repli en janvier, le Canada a réalisé des progrès considérables en matière de création d'emplois au cours de la dernière année, notamment grâce aux gains importants au chapitre des emplois à plein temps. Le taux de chômage avoisine par conséquent un niveau historiquement bas (**Graphique 5**). La croissance des salaires s'est raffermie, mais demeure plus faible que ce serait normalement le cas dans une économie caractérisée par l'absence de ressources inutilisées sur le marché du travail. À l'avenir, nous surveillerons la mesure dans laquelle les augmentations du salaire minimum dans les provinces clés pourraient influencer sur les pressions salariales plus générales. Il est pour l'instant un peu trop tôt pour le savoir. Parallèlement, même si des régions comme la Colombie-Britannique subissent des pressions salariales et une intensification des pénuries de main-d'œuvre, le fort taux de chômage à long terme et le taux d'activité relativement bas des jeunes à l'échelle nationale laissent supposer qu'il subsiste des ressources inutilisées sur le marché du travail canadien. De ce fait, l'indicateur composite du marché du travail de la Banque, conçu pour rendre compte des évolutions générales de ce marché, a baissé dans une moindre mesure que le taux de chômage.

Graphique 5 : Variation de l'emploi de janvier 2017 à janvier 2018



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : janvier 2018

J'aimerais maintenant me pencher plus en détail sur l'inflation, tant au Canada qu'à l'étranger.

Dynamique de l'inflation au Canada et dans le monde

J'ai mentionné plus tôt que le comportement récent des marchés financiers mondiaux semble refléter une modification des attentes relatives à l'évolution de l'inflation dans certaines économies avancées.

Il y a à peine quelques mois, on a constaté que l'inflation ralentissait ou restait faible dans les économies avancées, dont les États-Unis, la zone euro et le Japon, et ce, malgré la résorption de la marge notable de capacités excédentaires. Cela a amené certains observateurs à se demander si le processus inflationniste aurait fait l'objet de changements structurels.

À l'échelle mondiale, il existe plusieurs explications possibles à ce lent redressement de l'inflation. Par exemple, la marge de capacités excédentaires qui subsiste pourrait être plus importante qu'on le pensait. Les attentes d'inflation ont peut-être diminué en raison de la faiblesse persistante de l'inflation. Il se peut aussi que les effets de concurrence découlant de l'essor de l'économie numérique et de la mondialisation contribuent à maintenir les prix à un bas niveau. Ou il se peut que ce soit simplement une question de temps : l'inflation ne se redresse jamais en douceur et ne suit pas de processus mécanique.

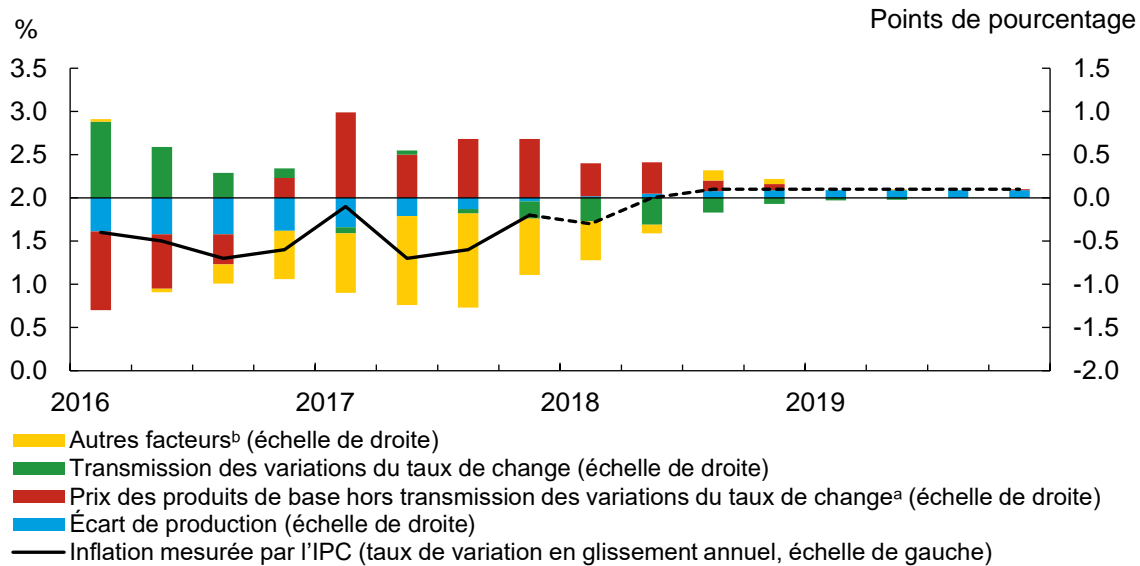
Le personnel de la Banque s'est attaché à évaluer ces explications. Il en est arrivé à la conclusion que, à ce jour, rien ne prouve de façon convaincante que le processus inflationniste sous-jacent ait changé à l'échelle mondiale. Cela ne signifie pas pour autant qu'il n'a pas changé – nous devons continuer à étudier cette question. Pour l'instant, nous restons d'avis que les principales relations économiques demeurent intactes. Étant donné l'ampleur de la récession provoquée par la crise et les marges de capacités excédentaires qui diffèrent d'une économie à l'autre, l'inflation a mis plus de temps à se matérialiser de manière durable dans certains pays que dans d'autres.

Au Canada, l'inflation avoisine notre cible de 2 % depuis quelque temps. Les mesures de l'inflation fondamentale utilisées par la Banque se sont également inscrites légèrement en hausse, comme nous l'avions escompté.

Cette année, l'inflation au Canada sera néanmoins influencée par des facteurs temporaires liés à l'essence, à l'électricité et au salaire minimum. Par exemple, nous nous attendions à ce que l'inflation descende temporairement sous la barre des 2 % en janvier en raison des effets des prix de l'essence observés un an plus tôt (**Graphique 6**). Mais le recul de l'inflation – qui s'est établie à 1,7 % –, a été un peu moins important que prévu, compte tenu d'un certain nombre de facteurs. L'inflation devrait retourner près de notre cible dans les mois à venir, à mesure que les prix de l'essence augmenteront (en glissement annuel).

Graphique 6 : L'inflation mesurée par l'IPC restera près de 2 % à mesure que les effets temporaires s'estomperont en 2018

Contribution à l'écart de l'inflation par rapport à la cible de 2 %, données trimestrielles



a. Cette mesure tient aussi compte de l'incidence sur l'inflation de l'écart par rapport à la relation habituelle entre les prix de l'essence et les cours du brut, de l'adoption du programme de plafonnement et d'échange en Ontario, ainsi que de la redevance sur le carbone en Alberta.

b. Du milieu de 2016 à la fin de 2018, les autres facteurs représentent principalement l'incidence prévue de la croissance (inférieure à la moyenne) des prix des aliments, l'incidence estimative sur le prix de l'électricité du Plan ontarien pour des frais d'électricité équitables ainsi que l'incidence estimative des hausses du salaire minimum.

Sources : Statistique Canada et estimations, calculs et projections de la Banque du Canada

Notre plus récente décision de politique monétaire

Voilà qui m'amène à la décision d'hier de maintenir notre taux directeur, le taux cible du financement à un jour, à 1,25 %.

Cette décision, comme toujours, est fondée sur notre évaluation de l'évolution de l'économie canadienne et de ce qu'elle représente pour les perspectives d'inflation. À cet égard, les données sur les économies mondiale et canadienne ont été sensiblement conformes à nos attentes. Nous avons ainsi une plus grande assurance que l'inflation se maintiendra près de la cible de 2 % de façon durable.

Notre décision d'hier tient également compte de faits importants. Premièrement, notre taux directeur demeure en deçà de ce que nous appelons le taux normal ou neutre – à savoir le taux directeur qui favoriserait l'équilibre à long terme au sein de l'économie – et cela est approprié. Nous avons estimé que le taux neutre se situe aux environs de 2,5 à 3,5 %. Je précise qu'il est approprié que le taux directeur soit inférieur, car une politique monétaire expansionniste contribue à contrebalancer plusieurs facteurs pesant sur la demande : les défis persistants au chapitre de la compétitivité auxquels sont confrontées les exportations canadiennes, l'effet inquiétant de l'incertitude accrue entourant les futures politiques commerciales des États-Unis et le fardeau de l'endettement élevé des ménages.

Le deuxième fait est que nous avons relevé notre taux directeur à trois reprises depuis l'été dernier, d'un total de 75 points de base. Au moment de procéder à ces ajustements, nous avons mis en balance le risque de compromettre l'expansion économique en agissant trop rapidement avec celui de trop tarder à agir et d'avoir à relever fortement les taux plus tard afin de maîtriser l'inflation.

En procédant graduellement, nous avons pu nous appuyer sur de nouvelles données et mener des analyses sur quatre enjeux clés. Premièrement, lorsqu'une économie tourne près de son plein potentiel, elle peut en fait créer davantage de capacités, à mesure que les entreprises investissent et que les travailleurs découragés réintègrent le marché du travail. Deuxièmement, comme je l'ai mentionné précédemment, la dynamique de l'inflation pourrait changer dans la nouvelle économie, et il est important de comprendre cette dynamique. Troisièmement, malgré de solides gains au chapitre de l'emploi et une économie tournant presque à plein régime, la croissance des salaires a été plus lente que ce à quoi on s'attendrait. Et enfin, compte tenu de l'endettement élevé des ménages, les effets économiques des hausses de taux d'intérêt pourraient être différents de ce qu'on a observé par le passé.

Dans le cadre de nos délibérations en vue de la décision d'hier, nous avons pris en compte l'évolution récente des facteurs liés à ces enjeux. Comme la création d'emplois a contribué à la résorption des ressources inutilisées sur le marché du travail, nous avons constaté que les salaires commençaient à augmenter. Pour ce qui est de l'incidence des taux d'intérêt plus élevés sur les marchés du logement et l'économie, bien qu'il soit encore trop tôt pour procéder à une évaluation complète, nous avons observé une décélération des emprunts des ménages. Et bien qu'il soit également trop tôt pour déterminer l'ampleur de la production potentielle additionnelle créée au sein de l'économie, les chiffres robustes liés à l'investissement parus la semaine dernière sont encourageants. Nous présenterons une évaluation plus complète de la croissance de la production potentielle, ainsi que du taux d'intérêt neutre, dans le *Rapport sur la politique monétaire* d'avril.

Conclusion

Permettez-moi de conclure. Tout bien considéré, nous avons décidé hier que le taux directeur actuel demeure approprié. Quoique l'on s'attende à ce que les perspectives économiques justifient des taux d'intérêt plus élevés avec le temps, il sera probablement nécessaire de maintenir un certain degré de détente monétaire afin que l'économie continue de tourner près de son potentiel et que l'inflation demeure à la cible. Mes collègues du Conseil de direction et moi-même continuerons à faire preuve de circonspection au moment d'envisager de futurs ajustements à la politique monétaire et serons guidés par les nouvelles données sur lesquelles nous nous fondons pour évaluer la sensibilité de l'économie aux taux d'intérêt, l'évolution des capacités économiques et la dynamique de la croissance des salaires et de l'inflation.

Soyez assurés que, comme toujours, la Banque du Canada continuera d'apporter sa contribution pour préserver les progrès réalisés jusqu'à maintenant et en tirer parti.