



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Discours prononcé par Sylvain Leduc
Sous-gouverneur à la Banque du Canada
Association des économistes québécois
et CFA Québec
Québec (Québec)
31 mai 2018

Le point sur la situation économique

Introduction

C'est un plaisir d'être ici à Québec. Les gens viennent de partout pour visiter la ville, non seulement pour sa beauté, sa haute cuisine et son hospitalité, mais aussi pour son importance dans l'histoire nord-américaine. Personnellement, j'aime beaucoup un [épisode moins connu](#) de la région, parce qu'il nous enseigne une leçon de politique monétaire qui est encore valable de nos jours.

En 1685, alors que la Nouvelle-France fait face à une pénurie de pièces de monnaie, Jacques de Meulles — l'intendant de la colonie — décide d'utiliser des cartes à jouer comme papier-monnaie en leur attribuant une valeur. Et quand je dis « cartes à jouer », je parle bel et bien des cartes qu'on utilise pour jouer à la Dame de pique ou au bridge. Disons que ça donne un autre sens à l'expression « jouer à l'argent ».

Ces cartes à jouer sont la première forme de monnaie en papier à circuler en Amérique du Nord¹. Cette émission de cartes à jouer est rachetée à peine trois mois plus tard, mais elle marque le début d'une tradition qui durera plus d'un demi-siècle². Alors, pourquoi les gens acceptent-ils de se faire payer en cartes à jouer? Parce qu'ils font confiance aux autorités pour en assurer une gestion rigoureuse.

¹ W. J. Eccles, « [MEULLES, JACQUES DE](#) », dans *Dictionnaire biographique du Canada*, vol. 2, Université Laval/University of Toronto, 2003.

² J. Powell (2005), *Le dollar canadien : une perspective historique*, Ottawa, Banque du Canada.

Je tiens à remercier Patrick Sabourin et Lena Suchanek de l'aide qu'ils m'ont apportée dans la préparation de ce discours.

Ne pas publier avant le 31 mai 2018
à 12 h 35, heure de l'Est

Même si la politique monétaire a bien changé depuis trois cents ans, une chose est restée la même : la confiance est vitale. De nos jours, cette confiance est soutenue en expliquant de façon transparente ce que la Banque du Canada fait et pourquoi elle le fait. Je tiens à remercier l'Association des économistes québécois et CFA Québec de m'avoir donné l'occasion de le faire ici aujourd'hui.

Mon discours fait partie d'une initiative que nous avons entreprise au début de l'année. La Banque prend une décision à propos du taux d'intérêt directeur huit fois par année. Dans quatre de ces cas, notre décision est accompagnée d'un [Rapport sur la politique monétaire](#) (RPM) et d'une conférence de presse. Les quatre autres fois, la décision concernant le taux est désormais suivie d'un discours sur la situation économique. Un membre de notre Conseil de direction présente alors les éléments clés liés aux perspectives économiques dont nous avons tenu compte dans notre processus décisionnel.

Hier, la Banque a laissé son taux directeur inchangé. Nos discussions ont pour toile de fond une économie canadienne qui, après les années difficiles qui ont suivi la dégringolade des prix du pétrole, fonctionne près des limites de sa capacité de production avec un taux d'inflation très proche de notre cible de 2 %. Ici au Québec, la croissance a dépassé 3 % l'année dernière, soit sa meilleure performance en plus de quinze ans.

La croissance généralisée depuis le début de 2017, et ses implications pour l'inflation, nous ont poussés à relever le taux directeur trois fois depuis juillet. Toutefois, l'économie est confrontée à de l'incertitude sur quelques fronts, ce qui rend chaque décision, y compris celle d'hier, plus complexe qu'il n'y paraît à première vue, compte tenu de l'aperçu que je viens de vous donner.

Le contexte de la décision

Avant d'explorer plus en profondeur le contexte économique dans lequel nous opérons, permettez-moi de vous rappeler ce que nous essayons d'accomplir et comment nous nous y prenons. La Banque vise un taux d'inflation de 2 %, à l'intérieur d'une fourchette cible de 1 à 3 %. Notez que les prix à la consommation ont augmenté de près de 2 %, en moyenne, au cours des 25 dernières années et que ce succès attribuable en partie à notre politique a rendu celle-ci plus crédible et a accru la confiance du public dans notre cadre de politique.

Pour atteindre notre but de façon soutenue, il faut que la demande globale dans l'ensemble de l'économie soit en équilibre avec l'offre globale. Notre outil principal est le taux d'intérêt directeur, qui nous permet de stimuler ou de freiner la demande.

À l'heure actuelle, le taux directeur est inférieur au taux que nous estimons « neutre », c'est-à-dire le taux d'équilibre lorsque l'inflation est à la cible et que la croissance de l'économie atteint son plein potentiel, une fois que tous les chocs touchant l'économie se sont estompés. Cela signifie que notre politique demeure expansionniste. Une autre façon de voir les choses est de noter qu'une fois ajusté pour tenir compte de l'inflation, notre taux directeur réel est de -0,75 %.

Notre politique expansionniste reflète la présence de certains éléments pesant encore sur l'économie et, par ricochet, sur notre projection pour l'inflation. Par

exemple, deux de ces éléments concernent l'incertitude entourant les politiques de commerce extérieur, qui brident les investissements des entreprises, et l'incidence que les nouvelles lignes directrices en matière de financement hypothécaire ont sur l'activité dans le secteur du logement.

Avec ce contexte en tête, je présenterai notre lecture de l'état des économies mondiale et canadienne et me pencherai sur les questions que nous surveillons attentivement.

L'évolution de l'économie mondiale et les exportations

Parlons d'abord de l'économie mondiale. Elle joue un rôle important dans nos prévisions, puisque nos exportations comptent pour un tiers du produit intérieur brut (PIB).

Nos principaux partenaires commerciaux — dont les États-Unis, la zone euro, la Chine et d'autres pays émergents — continuent d'afficher une croissance solide. Une telle croissance simultanée dans ces régions n'a pas été observée depuis de nombreuses années.

Les données reçues depuis la mi-avril, notamment sur l'économie américaine, donnent encore à penser que l'économie mondiale continuera à croître à peu près conformément à nos attentes. De plus, si les marchés financiers mondiaux continuent de bien fonctionner, des tensions financières sont apparues récemment dans certaines économies de marché émergentes ainsi qu'en Europe. Bien que la croissance mondiale soit appelée à ralentir à mesure que les capacités excédentaires seront absorbées, l'économie mondiale devrait demeurer forte et contribuer à la croissance de nos exportations.

Malgré un début d'année assez lent, la croissance de nos exportations de biens a bondi pour s'établir à 3 % en mars. La contribution des exportations au PIB du Canada au premier trimestre devrait donc être plus élevée que ce à quoi nous nous attendions dans le RPM d'avril. Ceci est encourageant.

Cela dit, nous savons que nos exportateurs doivent encore faire face à une concurrence accrue à l'étranger. Comme nous l'avons constaté en avril, la part de marché des exportations canadiennes de biens non énergétiques aux États-Unis a diminué presque de moitié depuis le début des années 2000. On le voit dans plusieurs secteurs, de l'industrie automobile à celle des biens électroniques en passant par l'industrie forestière. Nous surveillons donc la compétitivité de très près et prévoyons publier des analyses supplémentaires sur cet enjeu dans les mois à venir.

Nous savons aussi que le commerce international a subi de profonds changements depuis dix ans. Auparavant, le rythme de croissance du commerce international était, grosso modo, deux fois plus élevé que celui de l'économie mondiale. Le commerce international croît désormais au même rythme que l'économie mondiale. Ce fait, conjugué à des marchés internationaux plus concurrentiels, freine nos exportations.

Autre aspect important : plusieurs de nos exportateurs fonctionnent déjà à pleine capacité. Du côté industriel, les trois quarts des secteurs utilisent maintenant leur capacité de production au niveau le plus élevé depuis 2003. Des investissements seraient donc nécessaires pour répondre à une demande croissante. Compte

tenu de l'incertitude persistante concernant les politiques de commerce international, certaines entreprises attendent pour investir dans de nouvelles capacités, alors que d'autres décident de prendre de l'expansion à l'étranger. Cela pourrait limiter l'aptitude des exportateurs à croître davantage, même si la demande étrangère augmente.

Les exportations canadiennes de pétrole devraient, pour leur part, être plus fortes que ce qui était prévu en avril, par suite des perturbations qui ont touché les oléoducs l'année dernière. D'importantes révisions à la hausse des exportations de pétrole de janvier laissent croire que les exportateurs de pétrole se sont remis beaucoup plus rapidement de ces interruptions que ne l'indiquaient les données antérieures.

L'évolution de l'économie canadienne

Si on se tourne maintenant vers l'économie intérieure plus généralement, nous avons prédit en avril que l'activité verrait une croissance d'environ 2 % pour les deux prochaines années, ce qui dépasse un peu notre estimation de la croissance du potentiel. Nous nous attendions à ce que la composition de la croissance change au cours de cette période, la contribution des exportations et de l'investissement devant être plus élevée et celle des dépenses des ménages, plus faible. Malgré certaines fluctuations de court terme, nous nous attendions aussi à une croissance moyenne d'environ 2 % au cours de la première moitié de l'année.

Dans l'ensemble, les données que nous avons reçues depuis avril appuient nos projections à court terme. Nous avons vu de la faiblesse au début de l'année, mais la teneur des données plus récentes s'est améliorée. En plus de la croissance des exportations que j'ai mentionnée plus tôt, la production manufacturière a été particulièrement solide et l'investissement semble avoir été plus fort que prévu. Ces bonnes nouvelles ont été en partie contrebalancées par une baisse des ventes de logements et des ventes au détail, ce qui indique que les dépenses des ménages pourraient être un peu plus faibles qu'escompté au premier trimestre. L'ensemble de ces facteurs laisse présager une croissance au premier semestre proche de ce que nous avons prévu en avril.

Cette croissance continue de l'économie canadienne contribue à un marché du travail fort et à la progression des salaires. En effet, des données récentes de l'Enquête sur la population active montrent que les salaires ont augmenté de 3,6 % en avril par rapport à l'année précédente. Cependant, le signal que nous devrions en tirer est compliqué par la forte volatilité de cette série et par le fait que l'an dernier, à la même époque, les salaires étaient étonnamment faibles.

Comme nos divers indicateurs des salaires sont tous volatils et envoient parfois des signaux contradictoires, la Banque a mis au point une mesure qui lui permet de mieux suivre la tendance : l'indicateur sous-jacent des salaires-comm³. Selon

³ La mesure salaires-comm est créée en extrayant le signal commun provenant de quatre sources de données sur les salaires (les comptes nationaux, les comptes de la productivité, l'Enquête sur l'emploi, la rémunération et les heures de travail ainsi que l'Enquête sur la population active) et en éliminant les mouvements propres aux

cette mesure, la croissance des salaires s'est nettement raffermie depuis le creux observé à la mi-2016 et se situait à quelque 2,6 % au premier trimestre de cette année.

Cette croissance plus forte des salaires concorde avec ce que nous disent les firmes que nous sondons à chaque trimestre dans le cadre de l'[enquête sur les perspectives des entreprises](#), soit qu'il est de plus en plus difficile d'embaucher. Cela dit, les entreprises des régions productrices d'énergie ne font état que de peu de pressions salariales. Néanmoins, à ce stade-ci du cycle, on s'attendrait à ce que les salaires augmentent à un taux annuel d'environ 3 %, soit la somme du taux d'inflation, environ 2 %, et de la croissance tendancielle de la productivité du travail, qui avoisine 1 %. De plus, comme la hausse récente du salaire minimum en Ontario contribue temporairement à leur croissance, les salaires progressent un peu plus lentement que ce à quoi on s'attendrait dans une économie qui fonctionne à pleine capacité. Cela pourrait indiquer qu'il reste encore une marge de ressources inutilisées. Par exemple, la proportion de travailleurs au chômage depuis plus de six mois reste beaucoup plus élevée qu'avant la Grande Récession.

Une question clé est donc de savoir à quel point la croissance des salaires pourrait augmenter si un resserrement supplémentaire du marché du travail se produisait, étant donné que des pénuries de main-d'œuvre s'observent déjà dans certains secteurs et certaines régions.

Historiquement, la croissance des salaires s'accélère seulement après une période de demande excédentaire importante et soutenue, qui s'accompagne souvent d'un désancrage des attentes d'inflation. Nous ne nous attendons pas à ce qu'une telle situation se produise. De fait, des travaux empiriques menés par le personnel de la Banque montrent que, par le passé, lorsque l'économie tournait à un niveau tout juste supérieur à son potentiel, la progression des salaires ne s'accélérait pas de façon marquée⁴.

De plus, dans bien des secteurs, la persistance d'un taux de chômage élevé par suite de la crise financière et du choc subséquent des cours du pétrole a laissé des marques profondes sur le marché du travail. Il se peut aussi que les travailleurs s'en fassent davantage au sujet de l'incidence de l'automatisation accrue et des délocalisations sur leur emploi. Par conséquent, ils sont peut-être maintenant plus réticents à demander des augmentations salariales plus élevées, même si la croissance économique augmente.

Les données régionales peuvent servir à analyser comment les marchés du travail s'adaptent aux situations de demande excédentaire. La croissance

indicateurs. Voir D. Brouillette, J. Lachaine et B. Vincent (2018), [Wages: Measurement and Key Drivers](#), note analytique du personnel n° 2018-2, Banque du Canada, et J. Lachaine (2018), [Étendre l'utilisation de la mesure salaires-comm aux provinces canadiennes](#), note analytique du personnel 2018-16, Banque du Canada.

⁴ Voir D. Brouillette, M. Dockrill, H. Lao and L. Savoie-Chabot (2018), [Salaires et inflation : des courbes non linéaires?](#), note analytique du personnel n° 2018-15, Banque du Canada.

économique robuste en Colombie-Britannique en est un bon exemple. Bien que l'accroissement des pénuries de main-d'œuvre doivent finir par y exercer des pressions à la hausse sur les salaires, notre indicateur régional salaires-comm ne montre encore qu'une croissance modérée des salaires dans cette province. Ces indications sont compatibles avec une offre de main-d'œuvre qui s'ajuste à une forte demande. De fait, une migration accrue vers la province ainsi que des taux d'activité plus élevés chez les jeunes et les travailleurs de 25 à 54 ans ont fait croître l'offre de main-d'œuvre en Colombie-Britannique ces deux dernières années.

De même, le Québec a aussi enregistré une création d'emplois vigoureuse, un taux de chômage historiquement bas et une progression soutenue des salaires au cours des derniers trimestres. La croissance de la population active au Québec est toutefois plus modeste qu'en Colombie-Britannique, ce qui contribue à une hausse des salaires relativement plus forte.

Fait intéressant à noter, nous observons également l'incidence de l'ajustement de l'offre de main-d'œuvre dans les marchés régionaux du logement.

L'ajustement de l'offre de main-d'œuvre face à l'augmentation de la demande est un enjeu que nous surveillons de près parce qu'il a des répercussions sur l'évolution de nos capacités économiques.

Par exemple, compte tenu des révisions des données passées sur l'investissement et de nos attentes selon lesquelles le facteur travail tendanciel sera plus élevé durant les trois prochaines années, nous avons révisé à la hausse notre estimation de la croissance potentielle en avril, qui s'établit maintenant à 1,8 %. Néanmoins, l'incertitude étant inhérente à la mesure de la production potentielle, nous surveillons attentivement nos mesures de l'inflation sous-jacente pour nous assurer qu'elles sont conformes à notre évaluation des capacités excédentaires de l'économie.

Ainsi, les mesures de l'inflation fondamentale demeurent essentiellement à 2 %, ce qui est compatible avec une économie fonctionnant près des limites de sa capacité de production. Cependant, il faut noter que la hausse des prix moyens du pétrole brut par rapport à nos prévisions d'avril devrait entraîner une augmentation du taux de l'inflation globale à court terme. Pour formuler la politique monétaire, la Banque fait habituellement abstraction de ces fluctuations transitoires, comme elle l'a fait l'an dernier lorsque d'autres facteurs temporaires ont freiné l'inflation.

Notre décision d'hier

C'est ce qui m'amène à la décision que nous avons prise hier de maintenir le taux directeur à 1,25 %.

Comme nous l'avons souligné à plusieurs reprises dans le passé, nos décisions de politique monétaire demeurent guidées par les nouvelles données, puisque celles-ci alimentent nos prévisions de croissance et d'inflation. C'est ainsi que, pour parvenir à notre décision d'hier, nous avons soigneusement soupesé les renseignements reçus depuis la parution du RPM d'avril. Permettez-moi de prendre quelques instants pour résumer les faits nouveaux qui ont le plus retenu notre attention lors de nos délibérations.

Premièrement, je tiens à réitérer que l'économie évolue essentiellement comme prévu, l'inflation se situant environ à notre cible de 2 % et l'activité économique, près de son potentiel. Dans ce contexte, nous avons commencé par prendre acte de la tenue supérieure aux attentes de nombreux indicateurs économiques récents. Comme je l'ai indiqué un peu plus tôt, l'activité manufacturière et l'investissement ont été solides, et les exportations s'avèrent plus fortes que nous l'avions escompté en avril, grâce à la hausse des exportations d'énergie. Autre signe positif : la valeur nominale des exportations de services a enregistré une hausse de 11 % au premier trimestre, ce qui renforce notre opinion selon laquelle les services vont continuer de tirer la croissance des exportations, tout comme ils l'ont fait ces dernières années.

Dans le même ordre d'idées, la hausse des cours moyens du pétrole canadien enregistrée depuis avril devrait être positive, au final, pour l'économie du pays. Cette hausse contribue à accroître les bénéfices des producteurs canadiens de pétrole et améliore nos termes de l'échange, c'est-à-dire le prix que nous tirons de nos exportations par rapport au prix que nous payons nos importations. Cela dit, compte tenu des incertitudes auxquelles le secteur pétrolier est confronté, les perspectives de hausses substantielles des investissements ne sont vraisemblablement pas aussi élevées que dans les cycles passés.

Nous avons aussi noté, dans nos discussions, que l'activité de revente dans le secteur du logement est demeurée atone au deuxième trimestre, le marché de l'habitation continuant de s'ajuster aux nouvelles lignes directrices sur les prêts hypothécaires et aux taux d'emprunt plus élevés. Comme d'autres mesures de l'activité dans le secteur du logement en général se maintiennent, nous nous attendons encore à ce que l'activité de revente se redresse au deuxième trimestre. Les données supplémentaires fournies par un éventail de sources au cours des prochaines semaines nous aideront à mieux comprendre ce processus d'ajustement.

Comme je l'ai expliqué tout à l'heure, le marché du travail continue de s'améliorer et les salaires augmentent à des rythmes plus proches de ceux auxquels on s'attendrait dans une économie tournant à plein régime. Associée aux niveaux de confiance encore élevés des consommateurs, cette conjoncture devrait continuer de soutenir la construction de logements et la croissance de la consommation de façon plus générale.

Enfin, le Conseil de direction considère encore que l'importante incertitude entourant les politiques de commerce extérieur bride les investissements des entreprises. Nous nous attendons à ce que ces investissements augmentent, mais pas autant qu'ils le pourraient sans cette incertitude. Cela dit, la confiance et les intentions d'investissement des entreprises demeurent positives, ce qui donne à penser que celles-ci poursuivent leurs activités et s'ajustent à cet environnement plus volatil. À cet égard, la hausse supérieure aux attentes des importations de machines et de matériel observée au premier trimestre de l'année est de bon augure pour la croissance des investissements des entreprises. Ce constat est encourageant, car il cadre avec notre thèse générale d'une contribution grandissante des investissements et des exportations, et il est important pour l'évolution des capacités économiques.

Une dernière observation avant de conclure. L'incertitude est omniprésente et peut provenir de nombreuses sources. Quelle qu'en soit l'origine, il importe de souligner que les ménages et les entreprises continuent de prendre des décisions sur le plan économique pour réaliser leurs projets d'avenir. Et la Banque du Canada fait de même en ce qui concerne la politique monétaire. Nous prenons toujours nos décisions de politique monétaire en fonction d'un portrait imparfait de l'avenir et, ce faisant, nous devons adopter une approche prospective, en gardant constamment à l'esprit notre mandat : la cible d'inflation.

Conclusion

Permettez-moi de conclure. Hier, nous avons déterminé que la politique monétaire actuelle demeure appropriée. Dans l'ensemble, les faits nouveaux survenus depuis avril renforcent davantage le point de vue du Conseil de direction selon lequel des taux d'intérêt plus élevés seront justifiés pour maintenir l'inflation près de la cible. Le Conseil adoptera une approche graduelle pour apporter des ajustements à la politique monétaire, et sera guidé par les nouvelles données. En particulier, la Banque continuera d'évaluer la sensibilité de l'économie aux mouvements des taux d'intérêt et l'évolution des capacités économiques.