



BANQUE DU CANADA  
BANK OF CANADA

---

**Discours prononcé par Stephen S. Poloz**  
**Gouverneur de la Banque du Canada**  
**Chambre de commerce Canada–Royaume-Uni**  
**5 novembre 2018**  
**Londres (Royaume-Uni)**

## Comprendre les marchés

### Introduction

Comprendre les marchés financiers ne devrait pas être sorcier : on s'attend à ce que les cours des actions, les rendements des obligations et les taux de change évoluent en fonction des facteurs économiques fondamentaux.

Nous savons toutefois qu'en réalité, c'est beaucoup plus complexe. Bien sûr, les marchés financiers réagissent aux nouvelles informations, mais la plupart du temps, ils le font de manière exagérée. La surréaction un jour se traduit par un repli des marchés le lendemain, lequel engendrera une autre réaction disproportionnée suivie d'un nouveau recul, et ainsi de suite. Il peut être très difficile de concilier la fréquence élevée des opérations sur les marchés financiers avec la lenteur de l'évolution des facteurs économiques fondamentaux.

Ce rapprochement est souvent uniquement une question de temps, puisque les données économiques sont disponibles après un certain délai, tandis que les marchés financiers réagissent en temps réel. C'est dans ce décalage que se cache le nœud du problème : comme nous n'avons pas en mains les données les plus fraîches, notre point de vue sur les facteurs économiques fondamentaux du moment est, dans les faits, une prévision. Si alors les marchés semblent s'en écarter, c'est peut-être parce que notre prévision est fausse. Étant donné que les prix des marchés sont établis à partir de la discipline dont il faut faire preuve quand on met en jeu de l'argent véritable, une banque centrale qui n'en tient pas compte le fait à ses propres risques.

Pour illustrer mon propos, prenons comme exemple certains mouvements qui se sont produits sur les marchés en 2018. La tendance à l'aplatissement des courbes de rendement observée dans la première moitié de l'année a suscité des questions quant à savoir s'il s'agissait du signe avant-coureur d'un ralentissement de la croissance économique. À la même période, les marchés boursiers affichaient une progression constante, une situation qui va habituellement de pair avec des perspectives économiques favorables. Nous avons assisté à un revirement cet automne : rendements élevés et dégringolade

Je tiens à remercier Paul Chilcott et Toni Gravelle de l'aide qu'ils m'ont apportée dans la préparation de ce discours.

Ne pas publier avant le 5 novembre  
à 8 h 10, heure de l'Est

boursière généralisée. Bien qu'il ne soit pas toujours possible de trouver des explications, en général, le jeu en vaut la chandelle.

Aujourd'hui, j'aimerais présenter quelques-uns des faits saillants de notre dernière projection et faire le rapprochement avec certaines des évolutions récentes sur les marchés financiers.

Évidemment, il y a toujours un risque à tenter de déchiffrer les messages provenant des marchés financiers. Les marchés ne forment pas un bloc monolithique : leurs prix représentent la moyenne d'un éventail varié de points de vue. Qui plus est, ils ne sont pas immuables. Nous essayons quand même d'en tirer un maximum d'information, que nous utilisons pour confirmer les signes que nous observons dans l'économie.

## **Les perspectives économiques**

J'aimerais vous parler brièvement des perspectives économiques. En gros, des progrès considérables ont été accomplis dans le monde pour contrer les répercussions de la crise financière de 2007-2008. Certains pays sont allés plus loin que d'autres, mais dans l'ensemble, l'économie mondiale tourne près de son potentiel et la politique monétaire est en voie de se normaliser.

Dans la plus récente livraison de notre *Rapport sur la politique monétaire*, nous mentionnons que depuis peu, l'expansion mondiale n'est plus aussi synchrone dans l'ensemble des régions qu'elle ne l'était. Aujourd'hui, les États-Unis donnent le ton aux autres pays avancés, grâce surtout aux mesures de relance budgétaires additionnelles qui ont été adoptées. Nous prévoyons que la croissance mondiale ralentira et passera d'environ 3 $\frac{3}{4}$  % cette année à 3 $\frac{1}{2}$  % l'an prochain, l'économie américaine devant redescendre d'ici 2020.

Bien entendu, diverses mesures commerciales – et la menace d'une surenchère qui plane – font déjà sentir leurs effets sur l'économie mondiale. L'escalade des droits tarifaires entre les États-Unis et la Chine est particulièrement préoccupante, car elle fait reculer l'investissement et assombrit les perspectives globales de croissance, exerçant des pressions à la baisse sur les cours d'une panoplie de produits de base.

Une conséquence majeure de l'écart entre la croissance des États-Unis et celle du reste du monde est la hausse du dollar américain, qui a soumis certains pays émergents à des pressions qui devraient persister, à notre avis. Jusqu'à maintenant, toutefois, nous avons capté peu de signes laissant croire que ces pressions sont en train de gagner l'ensemble des marchés émergents.

En ce qui concerne le Canada, notre projection est positive. Nous estimons que l'économie continuera de tourner près des limites de sa capacité, et que son taux de croissance sera d'environ 2 % pour chacune des deux prochaines années. L'aboutissement des négociations visant à conclure un accord commercial nord-américain réduit une grande source d'incertitude pour l'économie du pays.

Par ailleurs, nous prévoyons que l'inflation, qui avait atteint un sommet cet été, descendra encore pour regagner le point médian de notre fourchette cible, soit 2 %.

## Messages des marchés

### Marchés des titres à revenu fixe

Voyons maintenant ce qui se dégage de ces questions dans les marchés des titres à revenu fixe. Il s'agit des marchés les plus importants pour les banques centrales, puisque les rendements obligataires en disent long sur la perception des investisseurs en ce qui a trait aux perspectives de croissance et d'inflation.

La pente de la courbe de rendement, en particulier, constitue un indicateur habituellement fiable de la croissance économique. Une inversion de cette courbe – c'est-à-dire lorsque les rendements des obligations à court terme sont supérieurs à ceux des obligations à long terme – est souvent perçue comme le signe d'une récession imminente.

Bien sûr, il n'y a pas d'indicateur parfait. Comme certains le diraient à la blague, une pente négative a précédé dix des six dernières récessions qui ont frappé le Canada. Il faut cependant savoir qu'un certain nombre de facteurs ont contribué à contenir les rendements à long terme ces dernières années, si bien que les rendements à court terme n'ont pas à augmenter autant qu'avant pour que la courbe s'aplatisse ou s'inverse.

Un de ces facteurs est le recul, depuis une quinzaine d'années, du taux d'intérêt neutre, recul ayant contribué à la tendance baissière des rendements obligataires sur le long terme. Le deuxième facteur en jeu est l'efficacité du ciblage de l'inflation, appliqué depuis des années par les banques centrales, qui a réduit le risque d'inflation de façon constante. Enfin, l'achat d'obligations par les banques centrales dans le but d'atténuer les répercussions de la crise financière mondiale constitue un troisième facteur.

Compte tenu de ces facteurs, il semble que le principal signal provenant des marchés obligataires n'est pas l'aplatissement de la courbe de rendement, mais l'inversion de la tendance baissière prolongée des rendements à long terme. De fait, depuis le début de l'année, le rendement des obligations américaines à cinq ans s'est accru de plus de  $\frac{3}{4}$  % et dépasse maintenant 3 %, tandis que celui des obligations à dix ans a connu une hausse similaire et avoisine 3,1 %.

Ce revirement cadre avec l'opinion selon laquelle la décennie d'interventions massives en matière de politique monétaire a finalement permis d'éliminer le risque de déflation. La hausse des rendements obligataires pourrait annoncer le retour d'un marché biface lorsque les banques centrales transféreront le risque de taux d'intérêt aux marchés. Les investisseurs ne s'attendent plus à ce que des mesures exceptionnelles maintiennent les rendements à un bas niveau.

D'importants sous-thèmes se dégagent dans ce contexte, un étant la tendance préoccupante qu'ont certains pays émergents à empiéter sur les platebandes de leur banque centrale, un autre étant les conséquences pour le marché des obligations de sociétés. Je m'explique. Pendant un temps, les rendements et les écarts sur ces titres ont été contenus par l'apport de liquidités offert par les banques centrales après la crise, et le renversement de la tendance donne maintenant lieu à un élargissement modeste des écarts, comme on s'y attendait.

Il faut souligner toutefois que ces effets ne se font pas sentir de façon uniforme dans l'ensemble du marché : les écarts de rendement des titres émis par les

sociétés les plus exposées au risque lié aux mesures commerciales internationales sont supérieurs à ceux des autres secteurs. Plus précisément, depuis le début de l'année, l'écart de rendement des titres de sociétés de fabrication de matériaux de base et d'entreprises industrielles s'est élargi et est de deux à trois fois supérieur à celui constaté pour les sociétés technologiques. Ces écarts de rendement s'observent à l'échelle internationale, et on peut en déduire que les investisseurs estiment que les risques auxquels ces entreprises sont confrontées s'accroissent compte tenu des mesures commerciales en chantier ou déjà adoptées dans le monde.

J'ai dit plus tôt que la plupart des pays accusent un retard par rapport aux États-Unis en ce qui concerne la reprise. Par contre, les marchés étant plus intégrés que jamais, les variations des rendements aux États-Unis se répercuteront sur les marchés obligataires ailleurs dans le monde, surtout dans les pays où les achats d'obligations par les banques centrales ne viennent pas fausser les rendements. Le Canada est un bon exemple. En règle générale, environ les deux tiers des changements affichés par les rendements des obligations américaines à cinq ans sont transmis à leurs équivalents canadiens. Ce mouvement peut se répercuter sur les taux hypothécaires au pays, même si la politique monétaire reste inchangée.

### **Marchés des actions**

Tournons-nous maintenant vers les marchés des actions. Des mesures prises récemment ont amené certains commentateurs à se demander si de nombreuses prévisions économiques, y compris les nôtres, ne sont pas trop optimistes. Comme je l'ai mentionné au début de mon allocution, il faut prendre au sérieux de telles divergences entre les perspectives économiques et les interventions sur les marchés.

Ces divergences sont conciliées, en partie, par l'adoption d'une perspective à long terme relativement à la tenue des marchés boursiers. Il est vrai que le S&P 500 a perdu quelque 7 % depuis le sommet atteint plus tôt cette année. Toutefois, même en tenant compte de ce recul, cet indice reste à un niveau environ 35 % plus élevé qu'il y a trois ans.

Plusieurs facteurs ont mené à ce résultat. D'une part, les perspectives concernant l'économie américaine, et par extension, les bénéfices des entreprises, sont excellentes. D'autre part, les titres d'un petit nombre de sociétés technologiques – les actions FAANG (Facebook, Apple, Amazon, Netflix et Google) – ont tiré l'indice, les investisseurs ayant entrevu la possibilité d'une énorme croissance des bénéfices. Même si les actifs totaux de ces entreprises comptent pour environ 1 % de la production de l'économie américaine, leur capitalisation boursière globale équivaut à près de 10 % du marché américain des actions au complet. Ces trois dernières années, l'augmentation du cours des titres de ces sociétés a représenté 17 % de la hausse de l'indice S&P 500, après la prise en compte des dividendes réinvestis.

Comme nous l'avons vu avec l'exemple des marchés des obligations, la période durant laquelle les banques centrales ont pris des mesures exceptionnelles d'apport de liquidités a contribué à accroître le caractère « à sens unique » des marchés boursiers, ce qui a naturellement mis fin à leur volatilité. Les

investisseurs ont ainsi pu emprunter à peu de frais et ont profité de l'effet de levier pour se procurer des actions. Maintenant, ces liquidités sont en train de devenir plus coûteuses et, compte tenu de leur retrait, il est normal qu'on s'attende à une plus grande volatilité du cours des actions.

Cependant, un point plus fondamental doit être soulevé si, comme je l'ai indiqué, la période prolongée de bas rendement des obligations est terminée. Si les investisseurs en viennent à penser que les bénéfices attendus, si bons soient-ils, devront être actualisés en fonction des taux d'intérêt plus élevés, cela fait naturellement baisser le prix qu'ils sont disposés à payer pour un titre donné. D'un point de vue qualitatif, on peut donc logiquement s'attendre à un certain recul des prix des actifs par rapport aux gains passés et au retour de la volatilité à un niveau normal.

La situation actuelle est rendue encore plus complexe par le chevauchement des mesures commerciales à l'échelle mondiale. Lorsqu'on ventile le rendement récent des actions par secteur, on constate une situation similaire à celle des obligations de sociétés. L'augmentation de 2 % de l'indice S&P 500 depuis le début de l'année masque de très importantes divergences dans les résultats. Les entreprises les plus exposées aux mesures visant le commerce extérieur sont celles dont les résultats sont les moins reluisants. Le cours des titres de sociétés du secteur des matériaux a diminué de 12 % cette année, alors que le fléchissement a été de 7 % pour les valeurs industrielles. Les titres technologiques ont par contre augmenté de 8 % pendant cette période. La même tendance de base est observée sur les marchés boursiers canadiens.

Le principal indice boursier canadien, le TSX, a reculé de 7 % cette année, les actions de sociétés qui dépendent du commerce extérieur y occupant une place prépondérante. Il est donc évident que la progression des taux d'intérêt n'explique qu'une partie des résultats affichés par les marchés boursiers : les mesures commerciales y jouent un rôle central.

### **Marchés des produits de base**

Les préoccupations entourant l'incidence des mesures de commerce extérieur prises par les États-Unis et la réplique chinoise se répercutent aussi sur les marchés des produits de base.

On estime souvent que la hausse des prix des produits de base laisse présager un renforcement de l'économie mondiale et qu'un effondrement – de l'ordre de celui observé sur de nombreux marchés des produits de base – indique une faiblesse de la demande. Or, une analyse nuancée de certains marchés permet une interprétation plus pointue.

Bien entendu, le pétrole est le plus important produit de base de l'économie mondiale et la principale exportation canadienne. Toutefois, les changements inattendus de l'offre ou de la demande font généralement varier davantage les cours du pétrole que ne le font les modifications des tendances de l'économie mondiale. Dans le cas du pétrole brut Western Canadian Select (WCS), l'insuffisance de la capacité pipelinière a pesé sur son cours. Des rabais substantiels ont été consentis récemment, en raison des fermetures de maintenance temporaires intervenues dans certaines raffineries américaines

d'importance. Malgré que la majorité des exportations de pétrole canadien soient acheminées par pipeline et fassent l'objet de réductions de prix somme toute modestes, les barils nouvellement produits sont les plus dévalués, ce qui limite la capacité d'investissement dans ce secteur.

Outre les prix du pétrole, ceux des métaux communs ont été particulièrement bas. Un indice générique des prix des métaux communs a baissé de 13 % depuis le début de 2018. Cette chute témoigne, en partie, des préoccupations quant aux prévisions de croissance pour la Chine, compte tenu des différends commerciaux actuels. Nous voyons également des investisseurs restreindre leurs positions spéculatives sur le cuivre, un produit étroitement associé aux perspectives de croissance de ce pays.

Un autre facteur ayant contribué à l'effondrement des cours des produits de base est le fait qu'ils sont généralement établis en dollars américains. Par conséquent, si, pendant une certaine période, le dollar américain est vigoureux par rapport aux autres monnaies, cela peut entraîner une baisse de prix de ces produits de base, toutes choses étant égales par ailleurs.

### **Marchés des changes**

Cela m'amène à parler des marchés des changes, qui peuvent fournir un autre point de vue sur les perspectives de croissance économique.

De nombreux facteurs influent sur les taux de change pour un jour donné, mais ceux-ci reflètent essentiellement les attentes à l'égard de la vigueur relative des économies et les différences de taux d'intérêt. Il n'est donc pas étonnant que la tenue du dollar américain ait été meilleure que celle de pratiquement toutes les autres grandes monnaies depuis le début de l'année. Cela montre que les participants au marché s'attendent à une croissance continue de l'économie américaine et à ce que la Réserve fédérale augmente le taux directeur.

La perspective d'une hausse des taux d'intérêt aux États-Unis ralentit ou inverse les flux de capitaux vers les pays émergents. Ces dernières années, une telle situation aurait fait craindre une fuite des capitaux, qui aurait entraîné une escalade des taux d'intérêt et une faiblesse considérable des monnaies de nombreux pays émergents.

Jusqu'à présent, à tout le moins, le message que nous recevons des marchés des changes est un peu plus encourageant. Presque tous les pays émergents ont vu leur monnaie être dépréciée par rapport au dollar américain, comme on pouvait s'y attendre. Bien que la monnaie de plusieurs pays émergents ait affiché une faiblesse marquée cette année, seules deux monnaies ont subi des variations extrêmes : le peso argentin et la livre turque.

En fait, la dépréciation de ces deux monnaies pourrait bien refléter un des risques dont j'ai déjà parlé (parmi d'autres, bien entendu) : l'indépendance des banques centrales de ces pays a été sérieusement mise en doute. Si les investisseurs commencent à penser que l'établissement des perspectives d'inflation est soumis à des pressions politiques, l'économie peut en souffrir. Je tiens à préciser que ce point fait ressortir une des meilleures caractéristiques du cadre de politique monétaire du Canada. Tous les cinq ans, après des recherches et des consultations intenses, le gouvernement s'entend par écrit

avec la Banque du Canada sur la cible d'inflation, ce qui donne à la banque centrale l'indépendance d'action nécessaire pour atteindre l'objectif convenu.

### **Attentes en matière de taux d'intérêt – swaps indexés sur le taux à un jour**

Comme dernier point, parlons des marchés monétaires. Le marché des swaps indexés sur le taux à un jour rend le mieux compte des attentes à l'égard des taux d'intérêt canadiens à court terme. Les participants de ce marché peuvent se servir de ces swaps pour couvrir leur exposition aux modifications futures du taux directeur de la Banque du Canada, ou pour spéculer sur ces changements.

Nous surveillons ce marché de près parce qu'il permet de connaître la prévision moyenne des participants quant à la trajectoire de notre taux directeur. Lorsque des événements ou la publication de données économiques provoquent des changements sur le marché, cela nous dit comment les participants pensent que nous modifierons la politique monétaire en conséquence. Le marché des swaps indexés sur le taux à un jour est donc crucial pour savoir si les attentes du marché concernant l'économie et les taux d'intérêt divergent des nôtres.

C'est une des grandes raisons pour lesquelles nous évitons généralement d'utiliser nos communications pour orienter les attentes du marché au sujet de nos décisions de taux d'intérêt. Si nous essayions de guider les positions des marchés pour qu'elles correspondent toujours aux nôtres, nous n'aurions plus le point de comparaison que nous offrent les marchés financiers.

## **Conclusion**

Voici venu maintenant pour moi le temps de conclure.

Lorsqu'on observe les marchés financiers dans leur ensemble, on constate que les messages qu'ils envoient semblent cadrer, généralement, avec nos perspectives économiques et avec notre compréhension des principaux risques qui pèsent sur ces perspectives.

Les banques centrales ont déployé pendant une décennie des efforts extraordinaires pour inonder les marchés de liquidités, mais l'économie mondiale n'a plus besoin de ces mesures de détente monétaire, qui peuvent être peu à peu retirées. Les investisseurs font maintenant face à des risques d'inflation tant à la hausse qu'à la baisse, des risques qui refont leur apparition sur le marché en raison du retrait des mesures des banques centrales. De plus, le bas niveau du rendement des obligations, une tendance qui dure depuis un bon moment, semble être chose du passé. Ces changements entraînent un rajustement des marchés boursiers, globalement et dans le détail, ainsi qu'un retour à un niveau plus normal de volatilité sur les marchés. L'économie américaine donne le ton, ce qui renforce le billet vert.

Ces évolutions ne sont absolument pas annonciatrices de perspectives économiques moroses, ce sont plutôt des signes précurseurs d'une normalisation bien venue.

En outre, les opérations sur les marchés nous indiquent manifestement que les investisseurs sont préoccupés par les risques à la baisse associés aux mesures de commerce extérieur, tant celles qui ont déjà été imposées que celles qui pourraient l'être. Ces inquiétudes sont compréhensibles, mais il faut se rappeler

que les mesures commerciales font peser des risques aussi bien à la hausse qu'à la baisse. Bien sûr, les différends commerciaux pourraient s'aggraver, ce qui aurait des conséquences néfastes évidentes. Mais, il est également possible de trouver des solutions, qui viendront stimuler l'économie mondiale. Cette situation, nous l'avons vécue au Canada, où les craintes que l'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA) soit réduit à néant ont été remplacées par un soulagement après la conclusion de l'Accord États-Unis–Mexique–Canada.

En règle générale, il n'est pas approprié pour une banque centrale de formuler une politique en se fondant sur un seul aspect de la répartition du risque. La Banque du Canada doit plutôt tenter de soupeser les risques tant à la hausse qu'à la baisse pour établir une prévision médiane et équilibrée sur le plan des risques. Considérant nos prévisions de croissance et d'inflation, le taux directeur de la Banque devra augmenter jusqu'à parvenir à une orientation neutre pour assurer l'atteinte de la cible d'inflation. Pour déterminer le rythme approprié des hausses de taux, nous continuerons de tenir compte de la façon dont l'économie s'ajuste aux taux d'intérêt plus élevés, vu le haut niveau d'endettement des ménages. Nous prêterons aussi une attention particulière aux changements sur la scène commerciale internationale.