



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Discours prononcé par Timothy Lane
Sous-gouverneur à la Banque du Canada
Chambre de commerce d'Ottawa
Ottawa (Ontario)
5 décembre 2019

Le point sur la situation économique : tracer notre propre chemin

Introduction

Bonjour. Je suis heureux d'être ici pour vous parler de la situation de l'économie canadienne et de la décision que nous avons annoncée hier de laisser le taux directeur inchangé. Je tiens à remercier la Chambre de commerce d'Ottawa pour l'invitation.

Personne ne sera surpris d'entendre que nous vivons une période d'incertitude. Les conflits commerciaux continuent de malmener l'économie mondiale, et les relations entre les États-Unis et la Chine connaissent des hauts et des bas.

Cette incertitude persistante a déjà fait des dégâts. La croissance mondiale en a souffert, ainsi que le Canada, dont l'économie ouverte dépend du commerce. Les produits de base représentent un grand pan de notre économie et leurs prix ont diminué durant la majeure partie de l'année. L'incertitude a pesé sur les investissements des entreprises et l'affaiblissement de la demande mondiale a nui à nos exportations.

Mais l'économie canadienne a ses points forts, et l'inflation se maintient à la cible. La vigueur de notre marché du travail laisse entrevoir des foyers de croissance comme la conception de systèmes informatiques et autres services professionnels, l'éducation, les soins de santé et les services financiers. C'est ce qui nous fait dire que le Canada a fait preuve de résilience, bien qu'il ne soit pas à l'abri des turbulences.

Cette résilience a permis à la Banque du Canada de mener sa propre politique monétaire. Beaucoup se demandent pourquoi nous n'avons pas changé notre taux directeur au cours de la dernière année alors qu'un grand nombre d'autres banques centrales ont baissé les leurs. La comparaison du Canada et des États-Unis s'impose. En 2019, la Réserve fédérale a réduit ses taux à trois reprises, en partie pour protéger l'économie américaine contre les vents contraires mondiaux.

Je tiens à remercier Brigitte Desroches et Harriet Jackson de l'aide qu'elles m'ont apportée dans la préparation de ce discours.

Au Canada, nous avons laissé le taux directeur inchangé depuis octobre 2018. Cette divergence n'est pas si nette qu'on le dit parfois : la Réserve fédérale et la Banque du Canada ont eu beau emprunter des chemins différents, elles sont en fin de compte arrivées à un taux directeur identique en octobre dernier. Certains croient pourtant que nous devons automatiquement suivre les décisions de la Réserve fédérale à cause des liens étroits entre notre économie et celle de notre premier partenaire commercial. C'est dans ce contexte que j'aimerais expliquer non seulement notre décision d'hier, mais aussi – plus généralement – le chemin que nous avons suivi jusqu'ici.

Dans mon discours, je vais passer en revue ces chemins séparés que le Canada et les États-Unis ont suivis ces dernières années. Je vais ensuite analyser la situation actuelle et expliquer les raisons de notre décision d'hier concernant le taux directeur.

Des parcours longs et tortueux

Plus de 10 ans ont passé depuis la crise financière mondiale et le début de la Grande Récession. Il est donc temps de faire un survol de cette période pour mieux comprendre où nous en sommes.

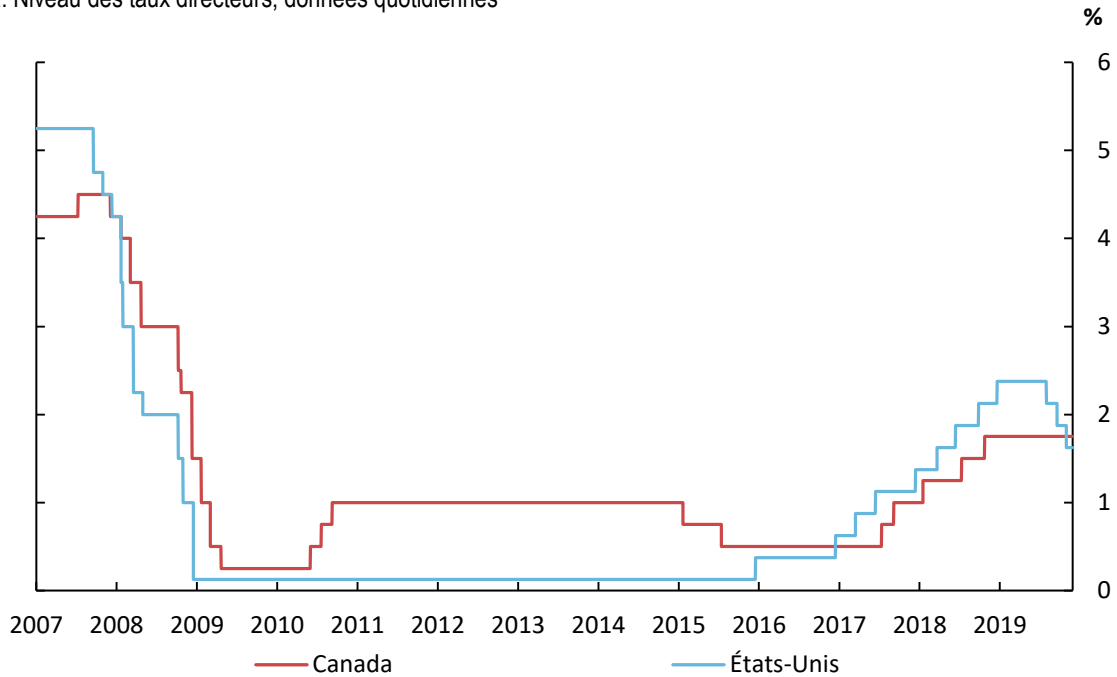
Les taux directeurs au Canada et aux États-Unis ont suivi des trajectoires distinctes au cours de la dernière décennie du fait de forces macroéconomiques différentes.

Il faut savoir que la crise financière mondiale a touché ces deux pays de façon différente. Lors de la récession de 2009, les pertes de production canadienne et américaine étaient comparables, mais pas pour les mêmes raisons. Les États-Unis ont connu une crise financière interne : certaines grandes institutions financières n'ont pas résisté et beaucoup d'autres ont été menacées. Par comparaison, le système financier canadien s'est avéré solide, mais les exportations et les prix des produits de base se sont effondrés. Les autorités monétaires ont réagi à leur choc respectif en abaissant les taux d'intérêt autant qu'elles le croyaient alors possible. De plus, la Réserve fédérale a mis en place une panoplie de mesures de politique monétaire non traditionnelles. Au Canada, les indications prospectives nous ont permis de renforcer le bas taux d'intérêt par « l'engagement conditionnel » de laisser le taux directeur à près de zéro pendant au moins encore un an, sauf en cas de reprise de l'inflation. Mais nos mesures se sont arrêtées là. Dans les deux pays, comme dans une bonne partie du monde, la politique budgétaire a fortement stimulé la demande pendant la récession.

Après les baisses de taux, l'économie canadienne a vite repris. Les exportations et les investissements ont rebondi, en partie grâce à la hausse des prix des produits de base. Aux États-Unis, la reprise a été plus lente. La Banque du Canada a relevé le taux directeur de 75 points de base pour l'amener à 1 % en 2010. La Réserve fédérale, pour sa part, a maintenu les taux à près de zéro pendant plus de cinq ans.

Graphique 1 : Les taux directeurs au Canada et aux États-Unis ont suivi des trajectoires différentes ces 10 dernières années

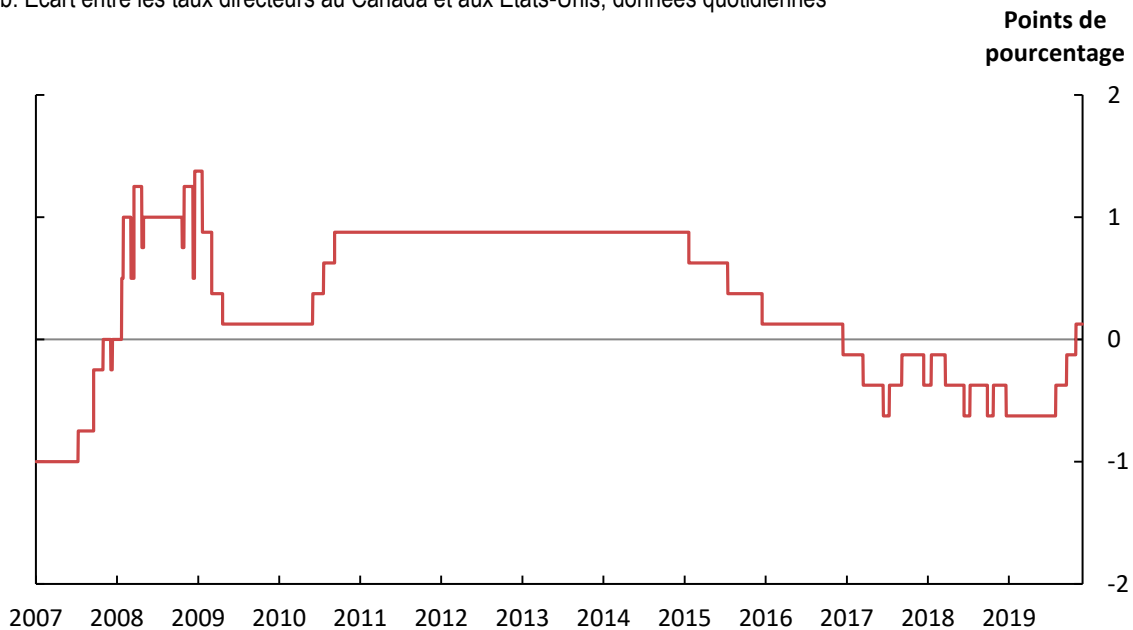
a. Niveau des taux directeurs, données quotidiennes



Sources : Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale américaine par l'intermédiaire de Haver Analytics et Banque du Canada

Dernière observation : 29 novembre 2019

b. Écart entre les taux directeurs au Canada et aux États-Unis, données quotidiennes



Sources : Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale américaine par l'intermédiaire de Haver Analytics et Banque du Canada

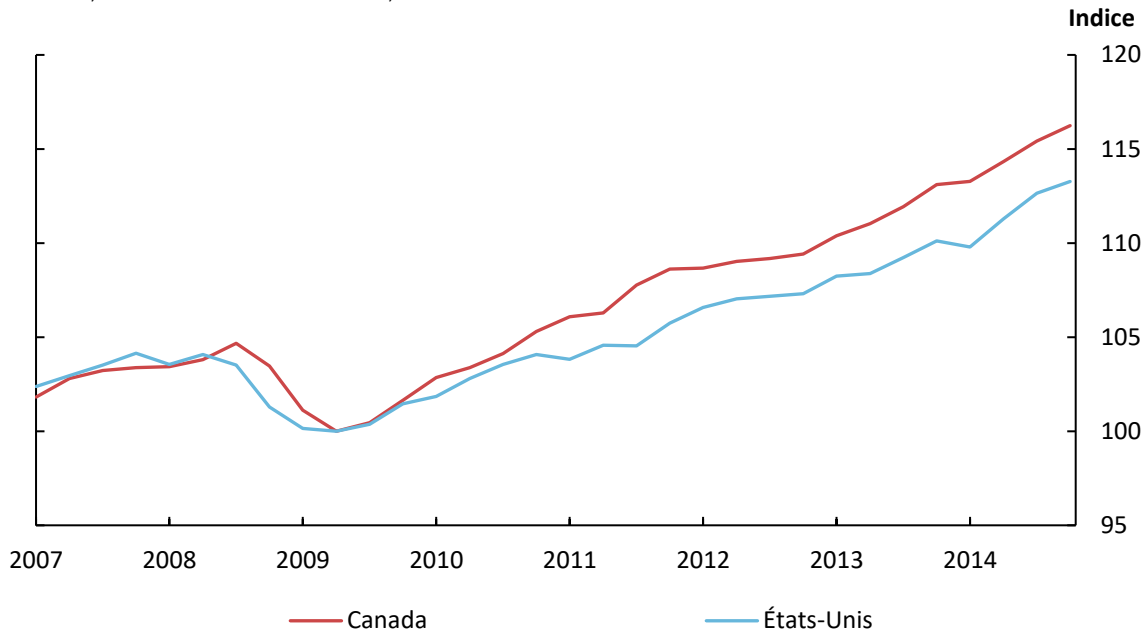
Dernière observation : 29 novembre 2019

À partir de 2010, comme la reprise semblait amorcée, la plupart des grandes économies ont entrepris d'assainir les finances publiques. Au Canada, le gouvernement fédéral a pris des mesures pour rétablir l'équilibre budgétaire. Aux États-Unis, une politique de compressions budgétaires transposée en loi a

entraîné des réductions automatiques des dépenses. Avec le recul, ces mesures se sont avérées prématurées. Le monde allait connaître plusieurs autres années de croissance anémique.

Graphique 2 : L'économie canadienne a rebondi plus vite après la Grande Récession

PIB réel, base 100 de l'indice : 2009T2, données trimestrielles



Sources : Bureau d'analyse économique des États-Unis par l'intermédiaire de Haver Analytics, Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2014T4

Le manque de compétitivité des exportations canadiennes freinait aussi les investissements des entreprises dans les secteurs hors énergie. Comme l'économie canadienne continuait à tourner en deçà de son potentiel, la Banque du Canada a maintenu le taux directeur à 1 %. Entre-temps, l'économie américaine s'est redressée : en 2013, la Réserve fédérale a laissé entendre qu'elle allait réduire le rythme de ses achats d'actifs financiers.

Par la suite, le Canada a encaissé un coup dur lorsque les prix du pétrole et d'autres produits de base ont chuté entre 2014 et 2016. En 2015, nous avons connu une récession technique, soit deux trimestres consécutifs de croissance négative. La Banque du Canada a alors amorti le choc par deux baisses du taux directeur totalisant 50 points de base. Le dollar canadien a perdu plus de 20 % de sa valeur par rapport au billet vert. Cette perte de valeur a facilité l'ajustement de l'économie aux nouveaux prix des produits de base. Le gouvernement fédéral a aussi adopté des mesures budgétaires, dont la Prestation fiscale canadienne pour enfants, qui ont stimulé l'économie. Pendant ce temps, comme l'économie américaine poursuivait sa croissance, la Réserve fédérale a peu à peu commencé à normaliser ses taux directeurs. La valeur du dollar américain a augmenté sous l'effet d'une meilleure conjoncture économique. Pendant cette période, l'inflation est restée sous la cible des deux côtés de la frontière.

En 2017 et 2018, la plupart des économies du monde ont pris de l'expansion. De vigoureuses mesures de relance budgétaire chez nos voisins du sud ont fait

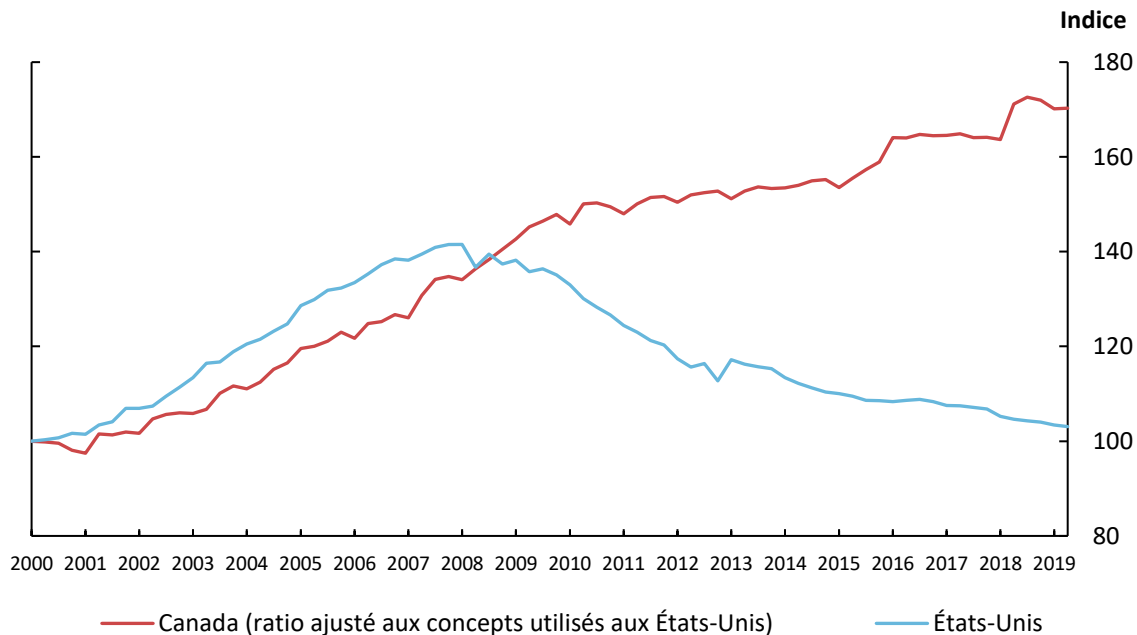
croître leur économie au-delà de son potentiel. L'économie canadienne a tourné près de son potentiel, et ses mesures de l'inflation fondamentale ont atteint la cible et y sont restées.

Grâce à cette expansion, la Banque du Canada et la Réserve fédérale ont toutes deux haussé leurs taux vers ce qui est considéré comme une fourchette neutre. Malgré tout, la normalisation des taux avait pris du retard au Canada à cause des revers que l'économie venait de subir.

Je pense qu'il est utile de signaler une autre différence importante entre les deux économies. Aux États-Unis, la bulle immobilière a éclaté en 2007-2008, mais, au Canada, le marché du logement a poursuivi sa croissance et la dette hypothécaire a continué de s'accumuler au cours des 10 ans qui ont suivi la crise financière mondiale. Les Canadiens ont beaucoup emprunté et les prix moyens des logements ont atteint des niveaux élevés peu importe la mesure utilisée. Cette situation s'explique notamment par de bas taux d'intérêt dans un contexte où les ménages avaient la capacité d'emprunter et où les banques commerciales demeuraient très bien dotées en capital. Ces facteurs créent des vulnérabilités qui pourraient amplifier tout choc négatif pour l'économie.

Graphique 3 : Le ratio de la dette au revenu des ménages a continué à croître au Canada, alors qu'il a baissé aux États-Unis

Base 100 de l'indice : 2000T1, données trimestrielles



Sources : Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale américaine par l'intermédiaire de Haver Analytics, Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2019T2

Entre 2016 et 2018, un ensemble de mesures visant le marché du logement ont été adoptées. À la hausse des taux d'intérêt se sont ajoutées des mesures macroprudentielles, dont la ligne directrice B-20 concernant les tests de résistance, qui ont resserré les conditions d'octroi de prêts hypothécaires. Pour contrer la spéculation, des provinces et des municipalités ont imposé des taxes aux investisseurs non résidents. Ces mesures ont calmé le marché du logement

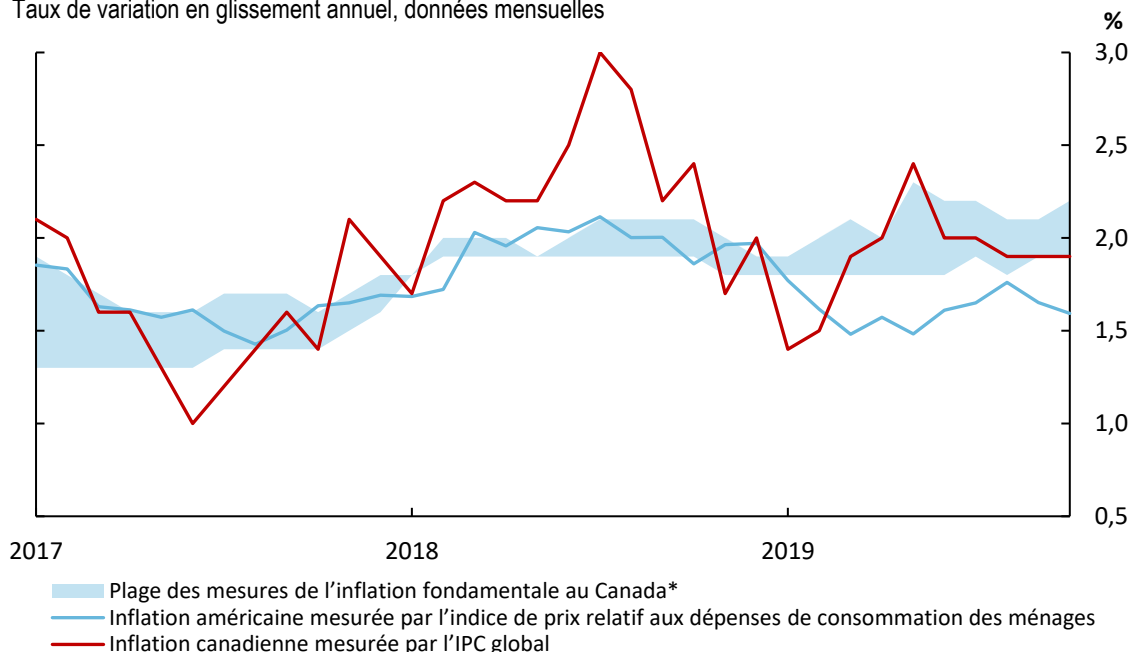
dans de nombreuses régions du Canada et fait reculer les prix sur les marchés où il y avait surchauffe.

À la fin de 2018, l'économie canadienne a connu un autre ralentissement. L'essoufflement du marché du logement et les ajustements du secteur de l'énergie aux contraintes de capacité liées au transport et aux limitations de production qui en ont découlé ont pesé sur la croissance. La faiblesse des investissements des entreprises et des exportations dans ce secteur a aussi contribué au ralentissement.

Les conflits commerciaux se sont ajoutés aux vents contraires. En tant qu'économie ouverte, le Canada souffre de l'affaiblissement de la demande étrangère et de la baisse des prix des produits de base causés par les conflits commerciaux. Les États-Unis sont moins dépendants des échanges commerciaux, mais à mesure que le conflit avec la Chine s'est intensifié, l'effet modérateur de l'augmentation des droits de douane s'est de plus en plus fait sentir. L'incertitude liée aux conflits commerciaux a nui aux deux pays – et au monde entier.

Graphique 4 : L'inflation s'est inscrite sous la cible aux États-Unis, tandis qu'elle demeure près de la cible au Canada

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



* Ces mesures sont l'IPC-comm, l'IPC-méd et l'IPC-tronq.
Sources : Bureau d'analyse économique des États-Unis par l'intermédiaire de Haver Analytics, Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : octobre 2019

Sur le plan de la politique monétaire, aux États-Unis, où l'inflation s'est inscrite sous la cible, la Réserve fédérale a abaissé les taux d'intérêt trois fois en 2019. De son côté, la Banque du Canada ne lui a pas emboîté le pas. Cette décision tient en partie au fait que l'inflation et les perspectives d'inflation se maintiennent à la cible, et que notre taux directeur était déjà plus bas. De plus, les niveaux d'endettement des ménages sont déjà élevés au Canada et une diminution des taux pourrait aggraver cette vulnérabilité et amplifier les chocs futurs.

En bref, il n'y a aucune raison pour que la Banque du Canada imite la Réserve fédérale. Au contraire, on a observé ces 10 dernières années que le Canada et les États-Unis ont suivi des chemins différents, en fonction de leur propre situation économique. Certes, les conditions économiques sont souvent les mêmes pour le Canada et les États-Unis. Les deux économies peuvent donc évoluer en parallèle pendant de longues périodes et leurs politiques monétaires être alors très similaires. Mais le Canada a une économie plus ouverte et dépend davantage du secteur des ressources naturelles. C'est pourquoi nous sommes plus exposés aux événements mondiaux, à la fois directement, par la demande d'exportations canadiennes, et indirectement, par les prix des produits de base. Par conséquent, il y a eu de longues périodes pendant lesquelles nos politiques monétaires ont divergé. C'est aussi à cause de ces différences qu'un taux de change flottant est avantageux pour le Canada.

Où en sommes-nous maintenant?

Voilà qui nous amène à la situation actuelle. Comment l'économie évolue-t-elle et qu'est-ce que cela représente pour les perspectives?

À l'échelle mondiale, la croissance économique a beaucoup ralenti cette année et semble se stabiliser. La Banque s'attend encore à ce qu'elle se raffermisse légèrement dans la période à venir.

Ce ralentissement mondial tient en partie au fait que l'économie américaine était stimulée par des mesures de relance budgétaire, dont les effets s'estompent. Il résulte aussi des efforts de rééquilibrage de l'économie chinoise déployés par les autorités du pays pour remédier au fort endettement des entreprises et des municipalités. Dans ce contexte, les conflits liés au commerce international ont plombé les échanges mondiaux ainsi que la confiance et les investissements des entreprises. Les effets néfastes des conflits commerciaux ne sont que partiellement compensés par l'assouplissement de la politique monétaire.

Depuis la parution des dernières prévisions complètes de la Banque dans le *Rapport sur la politique monétaire* d'octobre, l'actualité commerciale a été contrastée. L'Accord Canada-États-Unis-Mexique semble sur le point d'être ratifié. Pendant la majeure partie de cette période, les manchettes ont généralement fait état de progrès dans la résolution du conflit commercial entre les États-Unis et la Chine, bien qu'on observe encore de nombreux rebondissements. Les marchés financiers, déjà fortement soutenus par les interventions des banques centrales, ont réagi aux actualités sur les pourparlers commerciaux. Les cours des actions ont avoisiné des records, certains écarts de crédit se sont resserrés et les marchés ont affiché une faible volatilité. D'un autre côté, l'incertitude est susceptible de persister même si une entente est conclue entre les États-Unis et la Chine. Et cette incertitude aura probablement un effet durable. Une récession mondiale ne fait pas partie de notre prévision de référence, mais on peut se demander si les prix sur les marchés financiers reflètent pleinement les risques liés à la situation mondiale actuelle. Les prix des produits de base sont restés relativement stables ces derniers temps. Dans ce contexte, le dollar canadien a aussi été plutôt stable, se maintenant à l'intérieur d'une fourchette étroite.

En ce qui concerne le Canada, la Banque prévoit un ralentissement de la croissance économique au deuxième semestre de 2019, après un deuxième trimestre très vigoureux. C'est en effet ce qu'indiquent les données les plus récentes. La croissance économique s'est établie à 1,3 % au troisième trimestre, exactement comme on l'avait projeté en octobre.

Ce ralentissement de la croissance globale du PIB s'explique notamment par une diminution des exportations. Celle-ci est causée par la faiblesse de l'économie mondiale et l'incertitude liée aux échanges commerciaux, ainsi que par la disparition des facteurs temporaires qui avaient auparavant stimulé la croissance, surtout celle des exportations de produits de base non énergétiques. De plus, le rythme d'accumulation des stocks a ralenti, ce qui a beaucoup freiné la croissance.

En revanche, la demande intérieure finale a progressé à un rythme assez soutenu au Canada. Les investissements des entreprises nous ont surpris : ils ont affiché une forte croissance alors qu'on attendait une baisse durant la deuxième moitié de l'année. De plus, les données, révisées à la hausse, révèlent que les investissements effectués plus tôt cette année ont été plus élevés qu'annoncé précédemment.

Le secteur du logement, qui continue de se redresser, est une autre source de vigueur. La plupart des régions ont enregistré des gains au chapitre des reventes et des mises en chantier après une période d'ajustement durant laquelle les effets des politiques nationales et provinciales se sont fait sentir. L'activité dans le secteur se trouve également stimulée par la forte croissance de l'emploi et des salaires, les niveaux élevés d'immigration et les faibles coûts d'emprunt des ménages, qui découlent de la baisse des taux d'intérêt dans le monde. Les prix des logements ont aussi légèrement augmenté et les emprunts des ménages se sont inscrits en hausse.

Les dépenses de consommation ont également contribué à la croissance. Comme nous l'avons dit en octobre, la vigueur du marché du travail, particulièrement dans le secteur des services, a soutenu l'économie. L'emploi s'est stabilisé en octobre, mais c'est à la suite de gains importants réalisés précédemment. De plus, les salaires – qui peuvent servir de baromètre des conditions globales du marché du travail – ont encore monté. Dans l'ensemble, les données semblent indiquer que le marché du travail continue de se resserrer. Les données historiques révisées montrent aussi que le revenu disponible et l'épargne des ménages canadiens sont plus élevés qu'on l'avait estimé. Les données récentes laissent présager une amélioration au chapitre de la situation financière et des dépenses futures des ménages malgré une perte de confiance des consommateurs.

Du côté des dépenses publiques, le bilan est contrasté. Ces dépenses ont soutenu la croissance dernièrement, mais ce soutien devrait s'estomper en 2020, à mesure que les efforts d'assainissement budgétaire en Ontario et en Alberta se concrétiseront et que la vigueur récente au Québec et en Colombie-Britannique s'atténuera. Notre projection d'octobre tenait compte de ces facteurs. Du côté fédéral, les plans budgétaires du gouvernement n'ont pas encore été annoncés.

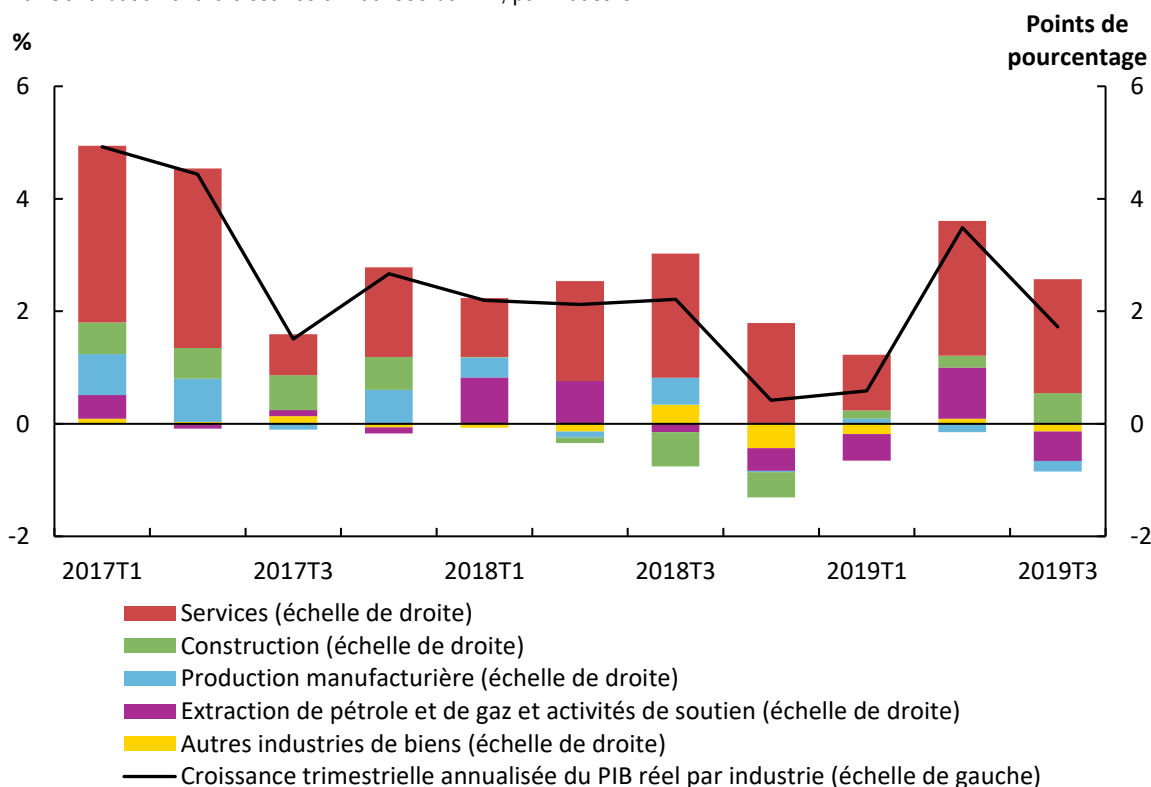
Le ralentissement de la croissance économique canadienne s'est concentré dans les industries productrices de biens, qui ont été plus fortement touchées par les conflits commerciaux et la baisse des prix des produits de base. Le secteur des services, qui représente maintenant environ 70 % de l'économie, continue d'afficher une croissance solide depuis un certain temps.

Dans l'ensemble, on estime que l'économie canadienne tourne presque à plein régime. Mais ce portrait général masque d'importantes différences régionales. Les régions productrices de pétrole continuent de s'ajuster péniblement à la baisse des prix du pétrole et aux contraintes de capacité liées au transport, et le marché du travail a été faible en Alberta. Pendant ce temps, d'autres provinces connaissent une forte croissance de l'emploi et des salaires.

Enfin, l'inflation demeure à la cible d'une manière générale, les mesures de l'inflation fondamentale se maintenant autour de 2 %. En octobre, l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) global s'est chiffrée à 1,9 % et devrait fluctuer autour de 2 %. Les chiffres d'octobre dépassent quelque peu nos prévisions, en raison des effets de la hausse du coût des billets d'avion. On s'attend à ce que l'inflation dépasse temporairement 2 % dans les prochains mois, sous l'effet des bas prix de l'essence observés un an plus tôt. L'inflation mesurée par l'IPC devrait ensuite revenir à la cible.

Graphique 5 : Le secteur des services continue de soutenir la croissance économique

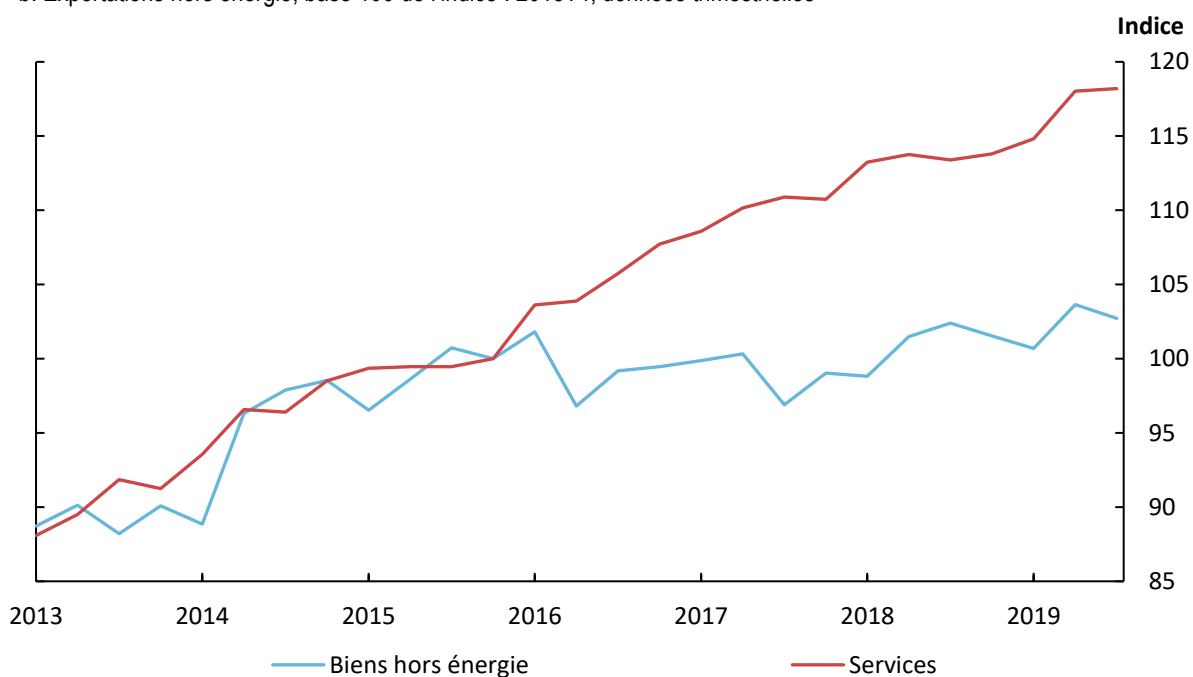
a. Contribution à la croissance annualisée du PIB, par industrie



Source : Statistique Canada

Dernière observation : 2019T3

b. Exportations hors énergie, base 100 de l'indice : 2015T4, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2019T3

Notre décision d'hier

Parlons maintenant de la décision d'hier concernant le taux directeur. Dans l'ensemble, le ton des évolutions ces dernières semaines renforce notre confiance à l'égard des perspectives de croissance et d'inflation que nous avons formulées en octobre. Les autres membres du Conseil de direction et moi avons donc décidé que le taux directeur actuel reste approprié pour maintenir l'inflation à notre cible de 2 %.

Dans nos discussions, nous avons parlé de l'apparition de signes indiquant que la croissance économique mondiale commence à se stabiliser, comme prévu. En particulier, nous avons observé une amélioration récente des investissements des entreprises et des échanges commerciaux à l'échelle mondiale, et une stabilisation des indices des directeurs d'achat dans le secteur manufacturier. Nous anticipons encore un léger raffermissement de la croissance mondiale au cours des deux prochaines années. Par ailleurs, nous avons souligné que les mesures prises par les banques centrales ont soutenu les marchés financiers, et que les prix sur beaucoup d'entre eux reflètent une diminution des craintes entourant une possible récession mondiale. Mais il est clair que les conflits commerciaux restent le principal risque pour les économies canadienne et mondiale, et que l'incertitude qui en découle continue de modérer les exportations et la croissance. Nous avons également noté que le dollar canadien a été relativement stable.

En ce qui concerne le Canada, les données récentes montrent que l'économie a nettement ralenti au troisième trimestre, mais elles appuient aussi nos prévisions voulant que ce ralentissement soit temporaire. Les autres membres du Conseil de direction et moi avons discuté de la vigueur surprenante de l'investissement pendant le trimestre. La Banque va devoir évaluer la probabilité que cette

vigueur se maintienne, et l'incidence sur la croissance économique et la production potentielle. Nous avons aussi parlé du dynamisme des marchés du logement et de la croissance modérée des dépenses de consommation au troisième trimestre. En même temps, la croissance du crédit à la consommation s'est accélérée. Compte tenu de ces évolutions, nous allons continuer de suivre la progression des vulnérabilités financières dans le contexte des modifications réglementaires visant à limiter les activités de prêt plus risquées.

Nos décisions à venir concernant les taux d'intérêt vont être guidées par notre évaluation continue de l'incidence économique des conflits commerciaux. Nous allons aussi surveiller les sources de résilience dans l'économie canadienne, notamment les dépenses de consommation et l'activité dans le secteur du logement. Et nous allons tenir compte de l'évolution de la politique budgétaire au moment de mettre à jour nos prévisions en janvier.