

Les risques globaux donnent des maux de tête à la Banque du Canada Comment gèrera-t-elle sa politique monétaire?

L'exercice de la politique monétaire s'est considérablement complexifié depuis la dernière crise financière. Plusieurs banques centrales ont dû recourir à des politiques non conventionnelles devant la gravité de l'impact macroéconomique et près de trois ans après le choc engendré par la faillite de Lehman Brothers, elles ne sont toujours pas parvenues à complètement recentrer l'exercice de la politique monétaire autour de l'utilisation d'outils conventionnels.

Grâce à une économie et à un système financier relativement plus résilients, la Banque du Canada (BdC) n'a pas eu à recourir à des politiques non orthodoxes, mais elle a tout de même abaissé son taux directeur à des niveaux historiquement bas. Contrairement au cas des États-Unis, la politique monétaire stimulante au Canada s'est soldée par une reprise soutenue de la croissance et de l'emploi. Avec une économie remise de la récession et des signes d'inflation commençant à se signaler, il apparaît de plus en plus évident qu'un degré aussi élevé de stimulation monétaire n'est plus nécessaire. Or, l'instabilité de l'économie mondiale et la présence d'importants risques macroéconomiques et financiers à l'échelle planétaire représentent une donne qui complexifie le travail de la BdC.

Celle-ci fait donc face à un dilemme : d'une part, les conditions actuelles au pays et son scénario de prévisions militent en faveur d'une poursuite du processus de normalisation de la politique monétaire. En revanche, les menaces qui continuent de peser à l'échelle mondiale incitent à une approche plus prudente. En marge de la décision de politique monétaire du 19 juillet prochain, nous tentons dans ce *Point de vue économique* de répondre aux deux questions suivantes : que devrait faire la BdC et que va faire la BdC?

1. QUE DEVRAIT FAIRE LA BdC?

Plusieurs facteurs justifient actuellement une réduction du degré de détente monétaire. Parmi les plus importants, la poussée de l'inflation, la réduction de l'écart de production au courant de l'année prochaine et l'élimination d'un incitatif au surendettement.

1.1. L'inflation s'accélère

Après être demeurée confortablement à l'intérieur de la fourchette cible de la BdC (entre 1 % et 3 %) durant l'essentiel de la reprise, l'inflation totale a bondi au-dessus de la borne supérieure en mars dernier. Après une accalmie en avril, l'indice des prix à la consommation (IPC) a encore effectué un bond important de l'ordre de 0,7 % en mai. Ce fut la variation

la plus importante observée depuis mai 2009. À 3,7 %, la variation annuelle de l'IPC est la plus élevée enregistrée en plus de huit ans.

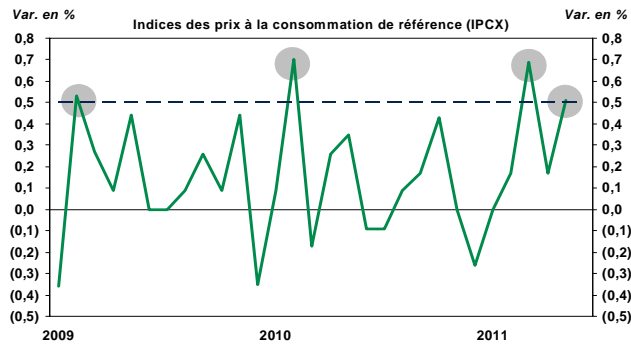
Bien que la hausse ait été en bonne partie le résultat des pressions inflationnistes sur le plan global touchant les prix de l'alimentation et de l'énergie, on a néanmoins noté un bond spectaculaire de l'inflation de référence. L'indice de référence de la BdC (IPCX), qui exclut huit composantes volatiles (dont l'essence), a augmenté de 0,5 % en mai, voyant sa variation annuelle passer de 1,6 % à 1,8 %. Depuis janvier 2009, l'IPCX n'a franchi le cap des 0,5 % qu'à quatre reprises (en 29 mois d'observation), dont deux au cours des trois derniers mois (graphique 1 à la page 2). Dans les cinq

François Dupuis
Vice-président et économiste en chef
Jimmy Jean
Économiste principal

Yves St-Maurice
Directeur principal et économiste en chef adjoint

514-281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 2336
Courriel : desjardins.economie@desjardins.com

Graphique 1 – L'inflation de référence franchit 0,5% pour la quatrième fois depuis janvier 2009



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

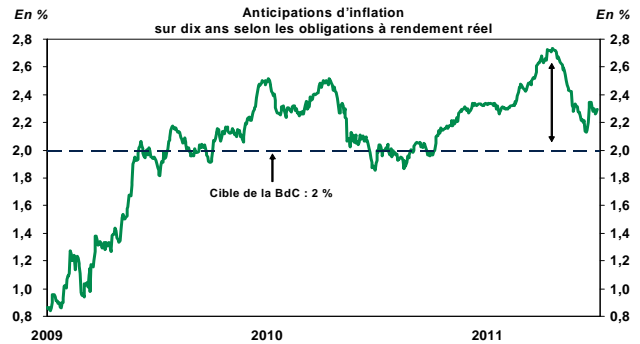
premiers mois de 2011, l'IPCX a crû à un rythme annualisé de 3,8 %, soit nettement au-dessus de la cible supérieure, comparativement à seulement 1,0 % dans les cinq derniers mois de 2010. Il y a donc peu de doutes que les pressions inflationnistes s'intensifient, et qu'elles ne sont pas isolées à des éléments temporaires comme la hausse du prix de l'énergie et de l'alimentation ¹.

Dans son dernier *Rapport sur la politique monétaire*, la BdC a établi sa prévision pour l'inflation de référence à 1,4 % pour le deuxième trimestre. Cette prévision sera vraisemblablement dépassée et des effets de base relativement importants devraient continuer d'appliquer de la pression à la hausse sur les mesures d'inflation exprimées en variation annuelle. La BdC s'attend à ce que l'inflation de référence retourne à 2,0 %, soit le point médian de sa fourchette cible, au deuxième trimestre de 2012. Or, le niveau de 2,0 % pourrait aisément être atteint aussi rapidement qu'au troisième trimestre de 2011 si d'autres surprises à la hausse se matérialisaient au cours des prochains mois.

Par ailleurs, la BdC réitère régulièrement que les anticipations d'inflation demeurent stables. Toutefois, on ne peut passer sous silence la croissance des anticipations d'inflation qui a eu lieu sur les marchés financiers au cours du printemps. Le taux d'inflation implicite sur dix ans, déduit à partir de l'écart entre les taux des obligations de dix ans et ceux des obligations à rendement réel de dix ans, est passé de 2,3 % à la fin de 2010 pour atteindre 2,7 % à la fin du mois d'avril. Il s'agissait du niveau le plus élevé enregistré depuis 2008 (graphique 2). Le ralentissement observé aux États-Unis ces derniers mois a quelque peu tempéré les anticipations, mais on

¹ À noter que l'indice d'inflation qui corrige l'effet des modifications aux impôts indirects affiche une variation annuelle de 2,1 % en mai. Même si cet indice dresse un portrait moins alarmant de l'inflation, il demeure néanmoins au-dessus de la cible, et s'est nettement accéléré depuis le début de 2011.

Graphique 2 – Les anticipations d'inflation augmentaient rapidement jusqu'à récemment sur les marchés obligataires

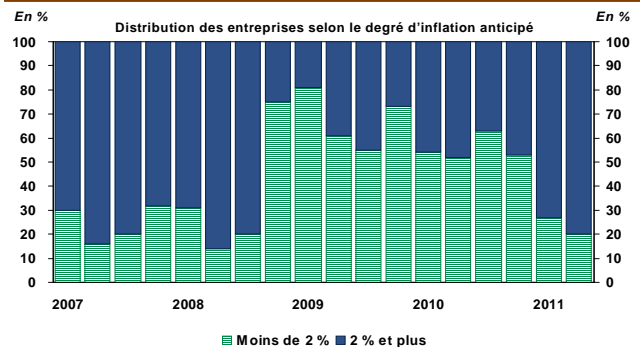


Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

peut supposer qu'elles seront ravivées d'ici l'automne si le scénario d'amélioration de la conjoncture se matérialise au cours des prochains mois.

D'ailleurs, l'un des faits saillants de l'*Enquête sur les perspectives des entreprises* menée par la BdC au deuxième trimestre a été l'augmentation du nombre d'entreprises s'attendant à ce que la progression de l'inflation se situe entre 2 % et 3 % au cours de la prochaine année, soit la partie supérieure de la fourchette cible de la BdC. À 62 %, cette proportion était la plus élevée depuis l'été 2007. Pire, 18 % des répondants s'attendaient à une inflation supérieure à 3 %, le niveau le plus élevé depuis 2008 (graphique 3). C'est donc dire que quatre entreprises sur cinq s'attendent à ce que l'inflation dépasse la cible de la BdC au cours de la prochaine année.

Graphique 3 – La majorité des entreprises anticipent un rythme d'inflation au-dessus de la cible de la BdC



Sources : Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

La BdC s'attend de son côté à ce que l'IPCX converge vers la cible de 2 % d'ici un an, mais si la tendance récente se maintenait, ce niveau pourrait être atteint dès cet été. À cet effet, la BdC mentionne sur son site que « quand le taux d'inflation est systématiquement plus élevé que prévu, c'est généralement un signe que la demande de biens et de services pousse l'économie aux limites de sa capacité ». À ce chapitre, cer-

tains indices ont démontré que la capacité excédentaire s'amointrait progressivement.

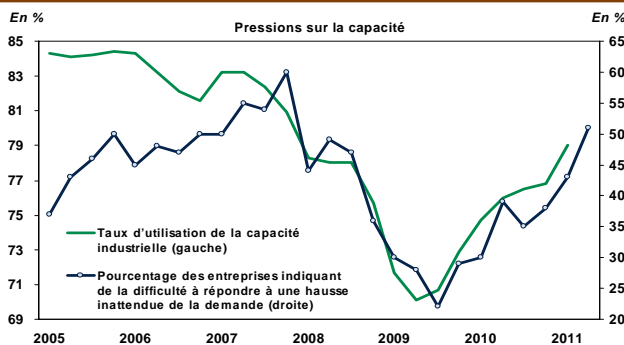
1.2. Moins de capacité excédentaire

L'écart de production et sa prévision constituent l'un des principaux indicateurs guidant la BdC dans la formulation de sa politique monétaire. En 2010, la croissance du PIB réel de 3,1 % a entraîné un rétrécissement de l'écart de production de l'ordre de 1,3 point de pourcentage (passant de -2,8 % au quatrième trimestre de 2009 à -1,5 % au quatrième trimestre de 2010). Avec la croissance de 3,9 % du PIB réel (en termes annualisés), nous estimons que l'écart de production s'est situé autour de -1,0 % au premier trimestre².

Soulignons, toutefois, que l'écart de production est déterminé à partir de la croissance potentielle du PIB réel, une variable estimée et sujette à un certain degré d'incertitude. Pour pallier à cette imperfection, la BdC tient en considération plusieurs autres variables, comme le taux d'utilisation de la capacité, le taux de chômage et la croissance des salaires afin de mieux évaluer le degré d'offre excédentaire dans l'économie.

Le taux d'utilisation de la capacité industrielle est passé à 79 % au premier trimestre (graphique 4), dépassant les attentes de la plupart des prévisionnistes. Il s'agit du taux d'utilisation le plus élevé depuis le quatrième trimestre de 2007, en plein cycle expansionniste. Le taux de chômage a pour sa part atteint 7,4 % en mai. Même si ce niveau reste élevé par rapport au creux de 5,9 % qui avait été atteint en 2007, la diminution du chômage depuis la récession a été à peu près aussi rapide que celle qui avait été enregistrée entre 2003 et 2007.

Graphique 4 – La capacité excédentaire s'amenuise graduellement

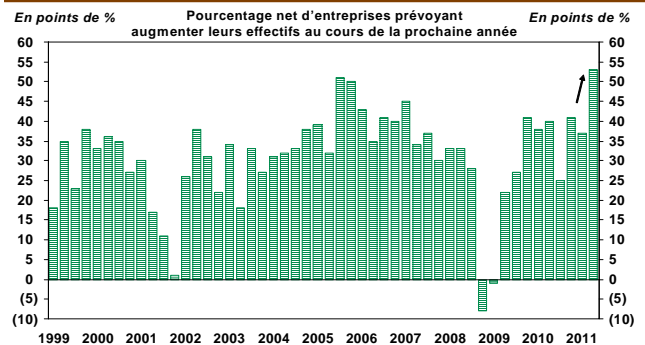


Sources : Statistique Canada, Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

² Avec un acquis de croissance du PIB réel de seulement 1,0 % au deuxième trimestre, il se pourrait que l'écart s'élargisse momentanément, mais dans l'hypothèse d'un rebond de la croissance au troisième trimestre, cet effet sera rapidement dissipé, maintenant ainsi le cap vers une élimination complète de l'écart de production à la mi-2012.

Selon l'Enquête sur les perspectives des entreprises de la BdC, les employeurs n'ont pas encore autant de difficulté à trouver de la main-d'œuvre qu'avant la récession. Néanmoins, les intentions d'embauche sont actuellement aux niveaux les plus élevés depuis le début de 1999 (graphique 5). À terme, cette situation pourrait mener à des pénuries de main-d'œuvre et déjà la proportion d'entreprises signalant de la difficulté à recruter affiche une augmentation au deuxième trimestre. Si cette proportion devait continuer à augmenter, cela pourrait finir par exercer des pressions à la hausse sur les salaires. Ces derniers évoluent de façon modérée pour l'instant, mais, dans le cas où l'amélioration du marché du travail se poursuit et que l'inflation conserve une tangente à la hausse, une augmentation des anticipations d'inflation pourrait finir par exercer des pressions à la hausse sur les gains des travailleurs. Ces pressions peuvent subvenir même dans un environnement d'anticipations d'inflation stables, mais elles sont plus susceptibles de s'intensifier si celles-ci s'intensifient. Dans ce contexte, il est essentiel pour la BdC de maintenir sa crédibilité quant à sa capacité à contrôler l'inflation et, par ricochet, les anticipations.

Graphique 5 – Plus d'entreprises s'attendent à embaucher dans les 12 prochains mois



Sources : Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

1.3. Les ménages s'endettent

L'endettement des ménages canadiens représente l'une des grandes préoccupations de la BdC à l'heure actuelle. Certains indicateurs comme le ratio de la dette personnelle au revenu disponible indiquent même que l'endettement des Canadiens est actuellement supérieur à celui des Américains. Dans un discours tenu le 15 juin dernier, le gouverneur Mark Carney a affirmé que : « les ménages devront se montrer prudents au moment de contracter des emprunts et tenir compte du fait que, pendant la durée d'un prêt hypothécaire, les taux d'intérêt seront souvent beaucoup plus élevés ».

Malgré ces avertissements, il reste que la croissance fulgurante de l'endettement au cours des dernières années a été motivée en grande partie par de bas taux d'intérêt, favorisant

l'emprunt et offrant peu d'incitatifs à l'épargne. Les consommateurs ont simplement agi de manière rationnelle, en empruntant à taux faible et en investissant dans des actifs procurant un rendement relativement élevé, en l'occurrence l'immobilier résidentiel.

La BdC et le ministère des Finances du Canada ont beau avoir effectué un travail de sensibilisation auprès du public lors des deux dernières années, outre certaines mesures législatives déjà mises en place, la meilleure solution pour diminuer l'ampleur de l'endettement des ménages est toujours de réduire l'incitatif principal à l'endettement, soit la faiblesse des taux d'intérêt.

Il est acquis qu'une hausse rapide et brusque des taux d'intérêt mettra certains ménages à risque en difficulté financière. Or, l'impact serait probablement plus gérable du point de vue de l'emprunteur si la hausse des taux d'intérêt s'effectuait à un rythme graduel, permettant à la croissance du revenu de compenser une partie, sinon la totalité de l'augmentation des coûts d'emprunt. À l'inverse, laisser les taux bas trop longtemps inciteraient les ménages à s'endetter et plusieurs d'entre eux pourraient avoir de la difficulté à respecter leurs engagements financiers lorsque les taux augmenteraient possiblement plus rapidement par la suite.

Notons enfin que les bas taux d'intérêt favorisent la prise de risque excessive par les acteurs financiers, ce qui inclut les banques. Une exposition indue des institutions financières à des actifs très risqués pourrait vulnérabiliser le système financier canadien, comme cela s'est observé aux États-Unis et en Europe durant la dernière crise.

2. RAISONS POUR RETARDER LA HAUSSE DE TAUX

Malgré les arguments militent en faveur de hausses de taux imminentes, la BdC s'est révélée particulièrement hésitante lors de ses dernières communications. En dépit de la hausse de l'inflation, la baisse du taux de chômage, des intentions d'embauche robustes et d'un scénario de croissance saine, la BdC a manifesté un certain malaise lié à l'évolution des risques. Parmi les facteurs de préoccupation les plus prépondérants à l'heure actuelle, on note la force du dollar, l'écart de taux d'intérêt entre le Canada et les États-Unis, la tenue de l'économie américaine et les inquiétudes reliées à la crise de l'endettement en Europe.

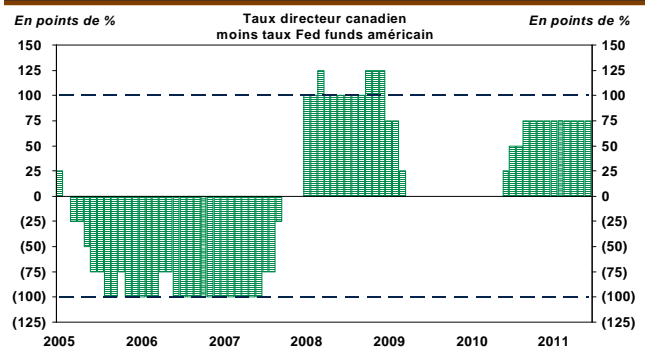
2.1. La force du dollar

L'accentuation de l'emphase de l'impact du dollar sur le secteur extérieur et le ton *dovish* qu'adopte la BdC dans ces communications, en dépit de fondements relativement sains à l'échelle domestique, indiquent que la force de la devise est une préoccupation importante. Ainsi, il se pourrait que la BdC estime que la vigueur du dollar ait effectué une bonne

part du resserrement requis des conditions monétaires, lui donnant la latitude de maintenir les taux à de bas niveaux.

Cette prise de position pourrait être justifiée par l'écart de taux d'intérêt directs entre le Canada et les États-Unis. Au cours des cinq dernières années, le différentiel des taux directs s'est la plupart du temps maintenu dans une fourchette allant de -100 à 100 points de base (graphique 6). Ce différentiel est actuellement de 75 points de base³ et un élargissement trop important pourrait avoir des répercussions sur la devise canadienne. Dans un récent *Point de vue économique*⁴, nous avons analysé l'évolution de la sensibilité du dollar canadien à l'écart de taux obligataires de deux ans (qui reflètent en partie les anticipations de l'évolution des taux directs pour les deux prochaines années). Nous observons qu'au cours de la dernière année, cette sensibilité a été beaucoup plus élevée qu'à la normale : une hausse du différentiel des taux obligataires de deux ans pourrait ainsi causer une appréciation du dollar canadien de l'ordre de cinq à neuf cents (graphique 7 à la page 5). En comparaison, durant la dernière décennie, cette sensibilité était la plupart du temps inférieure à trois cents.

Graphique 6 – Depuis 2005, l'écart des taux canadien et américain est généralement demeuré à l'intérieur des 100 points de base



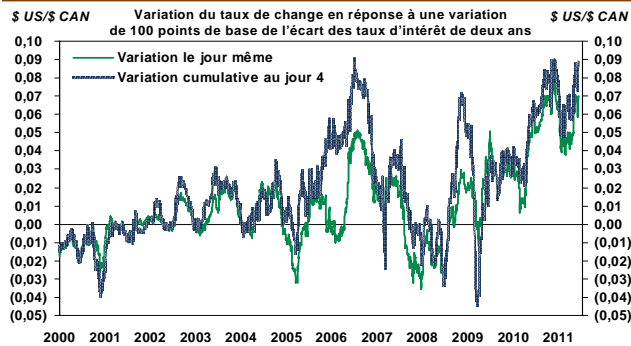
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Il se pourrait donc que la BdC tienne implicitement compte de ce phénomène et calibre sa politique monétaire conformément à la hausse de sensibilité. Puisque c'est l'écart de taux d'intérêt qui est en jeu, la BdC pourrait vouloir attendre des signes plus concrets que la Réserve fédérale (Fed) se prépare à entamer son propre cycle de normalisation, ce qui exercerait alors des pressions à la hausse sur les taux obligataires

³ On pourrait même avancer que l'assouplissement quantitatif aux États-Unis a ramené le taux directeur américain effectif en territoire négatif et que, par conséquent, le différentiel est encore plus grand.

⁴ Voir *Point de vue économique*, « Sensibilité du dollar canadien aux taux d'intérêt », 5 juillet 2011, www.desjardins.com/fr/a_propos/etudes_economiques/actualites/point_vue_economique/pv110705.pdf.

Graphique 7 – La sensibilité du taux de change canadien peut atteindre des niveaux élevés



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

américains et laisserait à la BdC une certaine marge pour hausser le taux directeur sans mettre de pressions excessives sur la devise. Or, ce scénario passe obligatoirement par une amélioration de la conjoncture économique américaine.

2.2. La tenue chancelante de l'économie mondiale

Les États-Unis traversent actuellement une période difficile. Après une croissance molle au premier trimestre, les indicateurs économiques recueillis jusqu'à présent témoignent d'un deuxième trimestre tout aussi morose. Plusieurs facteurs ont pesé dans la balance, particulièrement l'impact du tremblement de terre japonais sur les chaînes d'approvisionnement, l'effet des hausses cumulatives des prix de l'essence sur les dépenses des consommateurs et l'éternel marasme de l'immobilier résidentiel. Tout cela est jumelé à des compressions budgétaires importantes au sein des gouvernements des États et des localités et à un inquiétant piétinement des discussions entourant le relèvement du plafond de la dette. Pendant ce temps, les ménages et les entreprises, notamment celles de petite taille, ont le moral dans les talons, ce qui empêche une amélioration significative des dépenses de consommation et nuit considérablement à l'emploi.

À l'échelle planétaire, les risques de ralentissement sont également très présents. Déjà, la Chine a vu sa production industrielle et ses exportations décélérer au cours du deuxième trimestre. Pendant ce temps, la croissance demeure boiteuse dans bien des pays européens aux prises avec des problèmes d'endettement. Des mesures drastiques d'austérité continueront de nuire aux perspectives à moyen terme.

Ces conditions exercent évidemment des risques à la baisse sur le secteur extérieur canadien. La principale question est de savoir s'il s'agit d'une période creuse aux États-Unis, comme on avait connu l'an dernier en milieu d'année, ou s'il s'agit d'un phénomène de plus grande ampleur. Pour le moment, l'hypothèse de période creuse est retenue, alors que l'impact du tremblement de terre japonais commence à s'es-

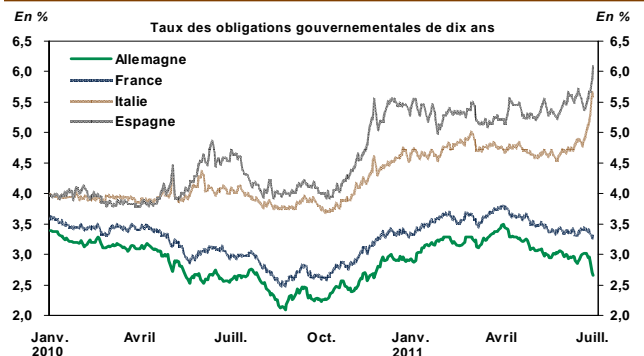
tomper et que les chaînes d'approvisionnement sont graduellement rétablies.

Pour la BdC, le contexte reste cependant compliqué. Sa dernière projection table sur une contribution légèrement positive des exportations nettes en 2011, mais les derniers développements accentuent les risques à la baisse pour cette prévision. Le cas échéant, il y a lieu de se demander si la BdC oserait nuire au secteur extérieur en augmentant les pressions sur la devise canadienne.

2.3. Un système financier mondial vulnérable

L'Europe l'a échappé belle en juillet, alors que la Grèce est passée bien proche de faire défaut sur sa dette, ce qui aurait pu déclencher une crise financière majeure. Si l'adoption des mesures d'austérité par le gouvernement grec et l'octroi de la tranche de prêt d'urgence par l'Union européenne et le Fonds monétaire international (FMI) ont empêché ce scénario de se matérialiser, le dossier grec continue de préoccuper. C'est que la Grèce aura besoin d'un deuxième plan de sauvetage sous peu, et les gouvernements européens, le FMI et la Banque centrale européenne ne sont pas au diapason quant au degré de participation des créanciers du secteur privé à ce nouveau programme. Au-delà de la Grèce, des inquiétudes demeurent quant au Portugal, qui affiche du retard dans la mise en place de son plan d'austérité. Les gouvernements italien et espagnol sont également très endettés et font face à des coûts d'emprunt en hausse (graphique 8), menaçant de contrecarrer à la lutte aux déficits.

Graphique 8 – L'Italie et l'Espagne voient leurs coûts d'emprunt augmenter rapidement



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Dans sa *Revue du système financier* de juin 2011, la BdC note que la crise des dettes souveraines constitue le plus important risque sur la stabilité financière : « Que ces problèmes donnent lieu ou non à un incident de crédit, ils pourraient engendrer une forte hausse des primes de risque imposées aux autres pays lourdement endettés ainsi qu'une baisse généralisée de l'appétit pour le risque sur les marchés mondiaux – lesquelles se traduiraient à leur tour par des pertes

pour les institutions financières et une augmentation des coûts de financement des banques de par le monde, y compris au Canada ».

2.4. Même l'économie intérieure a ses points faibles

Même s'il est acquis que l'économie canadienne est relativement en bonne santé, il y a quand même des risques à surveiller. Par exemple, la croissance des dépenses de consommation a été relativement faible depuis le début de l'année. Comme aux États-Unis, les ménages canadiens ont été touchés par une augmentation très rapide des prix de l'essence, tandis que la croissance plus moins rapide du crédit à la consommation indique que plusieurs d'entre eux tentent de réduire leurs niveaux élevés d'endettement, ce qui implique une modération des dépenses.

Ce constat ne s'applique pas seulement aux ménages. À l'instar de la plupart des pays développés, le gouvernement fédéral a entrepris d'importantes mesures de soutien à l'économie durant la dernière récession, résultant en un solde budgétaire déficitaire. L'objectif du gouvernement est maintenant de ramener l'équilibre budgétaire d'ici l'année fiscale 2014-2015, ce qui implique une réduction des dépenses gouvernementales en proportion du PIB. Avec un gouvernement conservateur majoritaire aux commandes de cet exercice d'austérité, l'on assistera donc à des compressions budgétaires réduisant la croissance du PIB au cours des prochains trimestres et années. Ceci s'ajoutera aux plans de redressement des finances publiques annoncés par les gouvernements des provinces.

Or, si la frugalité est le mot d'ordre autant chez le consommateur que chez les gouvernements, si la modération observée depuis le début de l'année au sein du marché immobilier se poursuit et si les ratés de l'économie américaine continuent de peser sur le secteur extérieur, il ne restera plus que les dépenses des entreprises comme levier de croissance. Même si les bilans des entreprises sont sains et que les retards de productivité dont souffrent les entreprises favorisent en principe la poursuite des investissements, il s'agit néanmoins d'une composante très cyclique et particulièrement vulnérable à un ralentissement de la demande américaine.

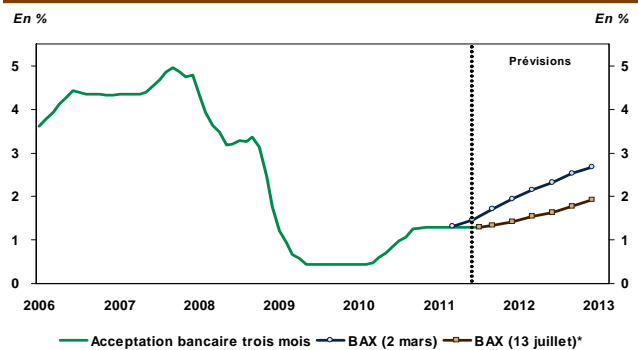
Ce sont donc autant de considérations à l'échelle nationale qui peuvent préoccuper la BdC et la pousser vers une approche plus prudente de normalisation des taux d'intérêt.

3. QUE FERA LA BdC?

Ayant dressé une liste d'arguments pour et contre la poursuite du processus de normalisation des taux d'intérêt, la question est de savoir quel est le scénario le plus probable à l'heure actuelle. Les marchés financiers mettent beaucoup d'accent sur l'ampleur des risques et n'escomptent pour le

moment aucune hausse de taux en 2011. Pour 2012, les contrats à terme sur les acceptations bancaires indiquent que les marchés ne tablent que sur à peine deux hausses (graphique 9). Ces anticipations évoluent toutefois très rapidement d'un côté comme de l'autre, au gré des humeurs des marchés financiers.

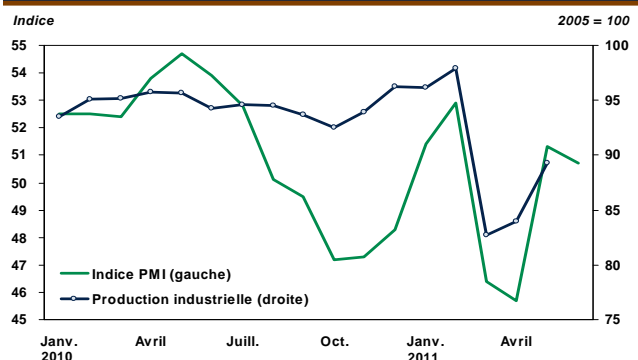
Graphique 9 – Le marché anticipe très peu de hausses de taux au Canada d'ici la fin de l'année



* Contrat à terme pris sur acceptation bancaire trois mois.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Du côté des Études économiques du Mouvement Desjardins, notre perspective a jusqu'à présent reposé sur l'hypothèse d'amélioration de la conjoncture américaine au troisième trimestre. Certains signes démontrent que le Japon se remet graduellement du choc économique causé par le tremblement de terre (graphique 10), ce qui aura en principe des répercussions positives sur la production industrielle aux États-Unis et au Canada, par le truchement d'un retour à la normale du fonctionnement des chaînes d'approvisionnement. Une résolution de l'impasse des discussions sur le relèvement du plafond de la dette aurait également un effet bénéfique sur les marchés. Dans un récent *Point de vue économique*⁵, nous

Graphique 10 – Le Japon se remet relativement bien de l'impact du tremblement de terre



Sources : Statistique Canada, Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

⁵ Voir *Point de vue économique*, « Le débat sur le plafond de la dette américaine et ses conséquences », 11 juillet 2011, www.desjardins.com/fr/a_propos/etudes_economiques/actualites/point_vue_economique/pv110711.pdf.

étayons les raisons qui nous portent à croire que les politiciens américains en viendront à une entente avant la date butoir du 2 août.

Il faut néanmoins reconnaître que les risques à la baisse se sont accentués récemment. Dans ce contexte, la BdC se montrera patiente, affichant une vigilance accrue devant ces facteurs qui devraient demeurer prépondérants au cours des prochains mois. De plus, qu'on le veuille ou non, le chemin que prendra l'économie américaine aura une grande influence sur la politique monétaire canadienne. La Fed a récemment qualifié le rythme d'amélioration du marché de l'emploi américain de « frustrante » et il faudra encore bien des trimestres avant que le taux de chômage baisse à un niveau jugé satisfaisant par la banque centrale américaine. La Fed ne haussera pas son taux directeur avant l'automne 2012.

Tant que des signes de hausses de taux du côté américain seront absents, la normalisation des taux d'intérêt au Canada se fera à tâtons. Si l'économie américaine se porte mieux en deuxième moitié d'année, la BdC pourrait sans doute procéder à deux hausses durant l'hiver prochain. Toutefois, les augmentations subséquentes du taux directeur canadien ne devraient s'effectuer que de concert avec celles prévues au sud de la frontière, c'est-à-dire à l'automne 2012.

Étant donné les incertitudes actuellement en présence, même ce scénario pourrait être appelé à évoluer. En tentant de déterminer le chemin qu'empruntera la politique monétaire, il est sans doute mieux d'évaluer une variété de facteurs susceptibles d'influencer la BdC à court terme. Le tableau 1 à la page 8 présente notre évaluation de l'identité de ces facteurs, leur pertinence et la manière dont ils pourraient influencer la BdC.

Soulignons, toutefois, qu'hormis un scénario de retour en récession au Canada, le maintien d'une politique monétaire accommodante sur une trop longue période est loin d'être sans risques. Les taux bas incitent les consommateurs à l'endettement excessif et découragent l'épargne. La Fed a été longtemps critiquée pour avoir participé à la bulle immobilière américaine en maintenant les taux bas pour trop longtemps durant la dernière décennie. Dans le cas actuel, c'est la mainmise sur l'inflation et la crédibilité de la banque centrale qui pourraient être en jeu. Ainsi, autant les banques centrales ont assoupli les conditions monétaires à un rythme formidable durant la dernière récession, autant pourraient-elles être forcées de les normaliser très rapidement si elles tardent trop à le faire. Nous partageons ainsi l'avis de la Banque des règlements internationaux dans son dernier rapport annuel : « Les risques d'inflation ont globalement augmenté, sous l'effet conjugué d'une diminution des capacités inutilisées et d'un renchérissement des denrées

alimentaires, de l'énergie et des autres produits de base. Le danger inflationniste qui, après les grandes économies émergentes, menace aujourd'hui les économies avancées renforce les arguments en faveur d'un relèvement généralisé des taux directeurs. Cependant, certains pays doivent mettre en balance la nécessité de procéder à un resserrement monétaire et les vulnérabilités liées à des bilans et à un secteur financier encore fragile. Mais, lorsque les banques centrales commenceront à relever leur taux, elles risquent de devoir le faire à un rythme plus rapide que lors des phases de resserrement précédentes. »

Jimmy Jean
Économiste principal

Tableau 1

Facteurs d'influence de la politique monétaire canadienne : grille d'évaluation

Facteur	<i>Degré estimé*</i>	<i>Type d'influence à court terme</i>	<i>Observations</i>
Inflation	Élevé	Resserrement	L'augmentation des pressions inflationnistes milite en faveur d'une normalisation.
Écart de production	Élevé	Resserrement	La diminution de la capacité de production excédentaire s'accompagne normalement d'un retour du taux directeur près de son point de neutralité dans un délai raisonnable.
Endettement des ménages	Faible	Resserrement modéré	L'incitatif à l'endettement doit être réduit, mais à un rythme assez modéré pour permettre à la croissance du revenu de compenser les hausses de coûts d'emprunt.
Emploi	Élevé	Resserrement	La bonne performance de l'emploi et les solides intentions d'embauche donnent le feu vert à une normalisation des taux.
Variation des salaires	Élevé	<i>Statu quo</i>	Malgré la reprise de l'emploi, la progression des salaires demeure modérée, notamment au sein du secteur public. Une inflation salariale faible peut alléger les pressions sur l'inflation totale et laisser une marge de manœuvre à la BdC.
Dollar canadien	Élevé	<i>Statu quo</i>	La force du dollar canadien nuit aux exportations et accomplit une partie du travail de resserrement, donnant une certaine marge de manœuvre à la politique monétaire.
Écart de taux d'intérêt	Moyen	<i>Statu quo</i>	La forte sensibilité de la devise aux écarts de taux pourrait limiter la capacité de hausser le taux directeur sans mettre de pression significative sur le dollar canadien.
Économie américaine	Élevé	<i>Statu quo</i>	La reprise américaine boiteuse augmente les risques que la Fed reste sur les lignes de côté plus longtemps. La BdC pourrait être portée à faire de même pour contenir les pressions sur la devise.
Crise des dettes souveraines	Élevé	Assouplissement	Dans un scénario de choc financier rappelant celui de Lehman Brothers, le réflexe pourrait être le même qu'en 2008, c'est-à-dire un assouplissement rapide accompagné d'une injection de liquidités dans le système financier.
Pays émergents	Faible	Resserrement modéré	Le secteur extérieur canadien est relativement peu exposé aux pays émergents. Un ralentissement en Chine pourrait causer une baisse des prix des matières premières et des investissements dans le secteur minier. Toutefois, des prix intrants moins élevés et une devise plus faible pourraient apporter un soutien au secteur manufacturier. Avec une économie intérieure relativement en bonne santé et toutes choses étant égales par ailleurs, la BdC pourrait modérément resserrer sa politique monétaire.
Compressions budgétaires	Moyen	Resserrement modéré	Les compressions budgétaires constitueront un frein à la croissance, ce qui pourrait limiter les pressions inflationnistes. Cela pourrait porter la BdC à doser le rythme de normalisation.
Bas niveaux des taux d'intérêt sur l'ensemble de la courbe de rendement	Élevé	Resserrement	Le niveau élevé de stimulation monétaire encourage la prise de risques excessive sur les marchés financiers et augmente les vulnérabilités du système financier. Outre les efforts de réglementation, un resserrement monétaire peut aider à contrer ce phénomène.

* Influence sur la politique monétaire canadienne.

Source : Desjardins, Études économiques