

Cinq facteurs qui pourraient convaincre la Banque du Canada d'abaisser ses taux

La Banque du Canada (BdC) a surpris en janvier en décrétant une baisse de taux basée sur l'idée d'une police d'assurance à l'intérieur d'un cadre plus large de gestion des risques. Elle a toutefois surpris aussi en mars, en suggérant qu'une seule baisse de taux de 25 points de base constituait toute l'assurance nécessaire face à un choc macroéconomique jugé important. Ainsi, si la conjoncture se conforme au scénario formulé par la BdC, tout laisse croire qu'elle pourrait laisser ses taux inchangés, et ce, probablement jusqu'à l'an prochain. Toutefois, dans le contexte actuel, on ne peut écarter un scénario de nouvelle(s) baisse(s) des taux. Dans ce *Point de vue économique*, nous passons en revue cinq facteurs de risque qui pourraient inciter la BdC à détendre de nouveau sa politique monétaire. Il existe évidemment des facteurs de risque qui pourraient entraîner une remontée plus rapide que prévu des taux, mais à court terme, la possibilité d'une nouvelle baisse semble plus importante que celle d'une hausse de taux.

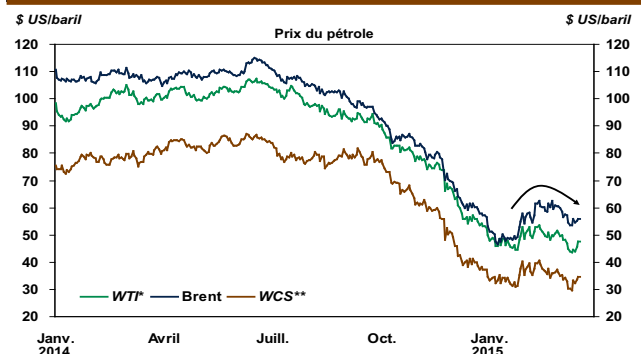
Après avoir maintenu son taux à un jour inchangé durant 52 mois, la BdC a annoncé une baisse de taux à la surprise générale en janvier. Quelques semaines plus tard, alors que les convictions quant à l'éventualité d'une nouvelle réduction de taux en mars s'étaient renforcées, le gouverneur Stephen Poloz a une nouvelle fois confondu les marchés en signalant qu'il n'y aurait pas de geste additionnel. La BdC a de nombreuses fois affirmé que le choc pétrolier aurait des conséquences négatives sur la croissance. Toutefois, la décision de ne pas diminuer les taux en mars implique qu'aux yeux de la BdC, une réduction de seulement 25 points de base mitigera suffisamment les conséquences négatives de la baisse des prix du pétrole. La BdC signale donc que si l'évolution conjoncturelle se situe dans le périmètre de son scénario de prévisions, il n'y aura pas de nouvelle détente monétaire. Or, les prévisions sont toujours vulnérables à certains risques et la matérialisation de certains d'entre eux pourrait arriver à persuader la BdC de réduire de nouveau les taux. Nous passons en revue certains de ces risques.

1) UNE BAISSÉ SUPPLÉMENTAIRE DES PRIX DU PÉTROLE

L'évolution des prix du pétrole est une variable incontournable pour la politique monétaire canadienne, étant donné le rôle qu'il occupe dans les termes de l'échange au Canada. La décision-surprise de réduire les taux directeurs en janvier s'articulait d'ailleurs autour d'un principe de police

d'assurance pour contrer les effets négatifs de la chute des prix sur l'économie canadienne. Une baisse supplémentaire pourrait inciter la BdC à vouloir obtenir davantage d'assurance. Entre la mi-janvier et le début de mars, les prix du pétrole semblaient relativement stables. Le prix du baril de pétrole Brent s'est situé à une moyenne de près de 50 \$ US, du 15 janvier au 6 mars, un niveau qui ne remettait pas nécessairement en question l'hypothèse de 60 \$ US retenue par la BdC pour la moyenne annuelle. Toutefois, les dernières semaines ont été caractérisées par une nouvelle phase de faiblesse (graphique 1). La production mondiale a démontré peu de relâche malgré les prix extrêmement bas. Récemment, l'Agence internationale de l'énergie (AIE) et

Graphique 1 – Les prix du pétrole se sont quelque peu affaiblis dernièrement



* West Texas Intermediate; ** Western Canada Select.
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) ont averti quant au fait que les prix pourraient de nouveau s'effondrer, alors que les capacités de stockage sont en diminution. D'autres facteurs pourraient influencer négativement sur les prix, par exemple un ralentissement plus prononcé qu'attendu de la demande en provenance de certains grands pays consommateurs comme la Chine ou même les États-Unis.

Dans un *Point de vue économique récent*¹, nous avons décrit deux scénarios alternatifs pour les prix du pétrole, dont celui d'une faiblesse prolongée des prix. La matérialisation d'un tel scénario se traduirait par une évolution aux environs de 40 \$ US pour le prix du baril de pétrole *WTI* (*West Texas Intermediate*), mais qui serait suivie d'une remontée rapide en 2016. Il n'est toutefois pas exclu que les prix chutent davantage à court terme, surtout si les capacités de stockage continuent de s'épuiser. Il s'agirait selon nous d'une situation temporaire, étant donné que la diminution rapide de la production qui surviendrait dans un tel contexte contribuerait à ramener les prix d'équilibre vers le haut. Il reste qu'il s'agirait d'un environnement hautement volatil. L'incertitude accrue qui s'y accompagnerait pourrait constituer un motif suffisant, aux yeux de la BdC, pour qu'elle décide d'abaisser ses taux de nouveau.

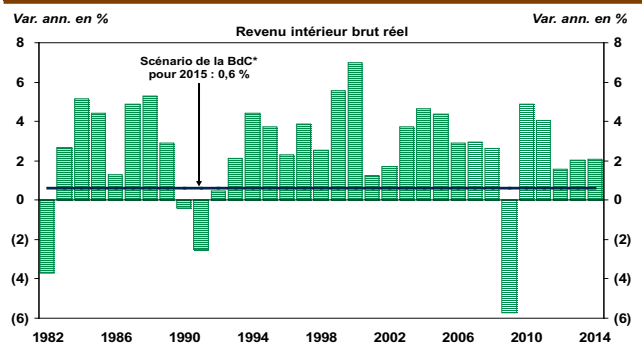
2) UN CHOC DE REVENU PLUS PRONCÉ QUE PRÉVU

La BdC s'est montrée insistante à propos du lourd impact de la chute des prix du pétrole sur les revenus. Au sens direct, on entend par là les revenus des travailleurs du secteur pétrolier et les profits des entreprises productrices. Dans les deux cas, la montée des prix du pétrole au cours des dernières années a résulté en un apport important aux revenus qui s'est propagé à l'ensemble de l'économie par effet de multiplication. L'économie canadienne subit actuellement l'envers de cette médaille et la BdC estime que l'équivalent d'une année de croissance des revenus pourrait être perdu.

Le revenu intérieur brut réel représente un concept de croissance économique qui ajuste l'évolution du PIB réel pour tenir compte des variations dans les termes de l'échange². La BdC a fortement révisé en baisse sa prévision de croissance du revenu intérieur brut réel pour tenir compte du choc récent des termes de l'échange. En date de janvier, elle s'attendait à une croissance d'à peine 0,6 %, un niveau si faible qu'il s'est rarement observé hormis une situation

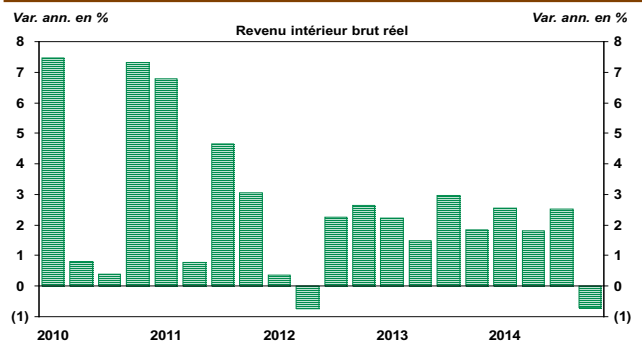
de récession (graphique 2). Toutefois, allant dans le sens de cette hypothèse, le revenu intérieur brut réel a reculé de 0,7 % en variation annualisée au quatrième trimestre de 2014 (graphique 3), tandis que les données disponibles pour le premier trimestre de 2015 pointent vers une nouvelle contraction.

Graphique 2 – Une croissance du revenu intérieur brut aussi faible que prévu par la BdC* a rarement été vue en contexte d'expansion



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

Graphique 3 – La croissance du revenu intérieur brut est passée en territoire négatif au quatrième trimestre



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Même si la BdC a fortement tempéré ses attentes en baisse concernant l'évolution du revenu intérieur brut (elle s'attendait à une croissance de 2,7 % en 2015 en juillet dernier), une diminution supplémentaire des prix du pétrole pourrait l'inciter à revoir ses prévisions de nouveau en baisse. D'autre part, il n'est pas impossible que même avec des prix du pétrole conformes au scénario de la BdC, les revenus soient touchés plus lourdement que ce qui est attendu. Des signes confirmant un tel scénario pourraient entraîner la BdC à abaisser ses taux de nouveau.

3) UNE CORRECTION IMMOBILIÈRE GÉNÉRALISÉE

Nous prévoyons que la plupart des provinces productrices de pétrole connaîtront des ralentissements importants en 2015. Pour l'instant, les indicateurs économiques en provenance de ces régions sont plutôt en demi-teinte, mais l'on discerne néanmoins des signes probants du choc

¹ Desjardins, Études économiques, *Point de vue économique*, « Où s'en vont les prix du pétrole à partir de maintenant? », 16 février 2015, www.desjardins.com/ressources/pdf/pv150216-f.pdf?resVer=1424111066000.

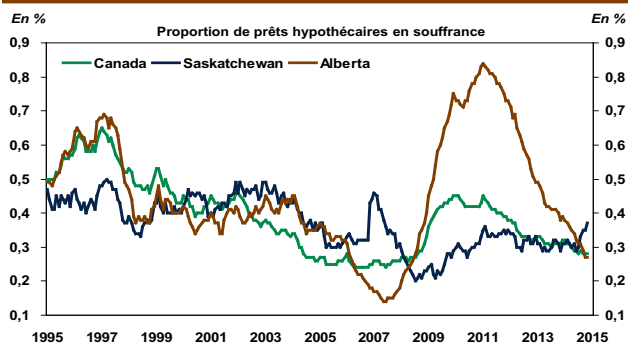
² Les termes de l'échange sont définis comme le ratio des prix des exportations aux prix des importations.

macroéconomique au sein du marché immobilier. Depuis leur sommet d'octobre dernier, les ventes de propriétés ont plongé de 35 % en Alberta. En Saskatchewan, il s'agit d'une chute de 24 % depuis le sommet des ventes de septembre dans cette province.

Quoiqu'impressionnante, cette dynamique est peu surprenante. Un contexte tel que celui qui est attendu dans les provinces productrices rime habituellement avec des pertes d'emplois et une hausse des difficultés financières des consommateurs. Dépendamment de la sévérité du choc, ceci peut amener les institutions financières à enregistrer des pertes sur certains prêts et à resserrer leurs exigences à l'octroi de nouveaux prêts. Il y a un risque qu'elles ne se limitent pas aux régions concernées et que l'accessibilité au crédit soit restreinte partout au pays. Ce genre de situation exacerberait le ralentissement économique, comme cela s'est observé aux États-Unis durant la récente crise.

Un scénario de copie conforme de la débâcle immobilière américaine demeure une possibilité plutôt lointaine, mais on note tout de même que l'Alberta et la Saskatchewan sont les deux seules provinces où les prêts hypothécaires sans clause de plein recours sont permis. Une chute des prix des propriétés dans ces provinces pourrait avoir des répercussions importantes sur les résultats financiers des institutions financières exposées, si elle s'accompagnait d'une hausse des défaillances sur les prêts hypothécaires. Il n'est pas rassurant de constater que les arrérages sur hypothèques ont augmenté beaucoup plus fortement en Alberta que pour l'ensemble du pays durant la récession (graphique 4). Il est toutefois un peu plus rassurant d'observer qu'en Alberta, les hypothèques à ratio prêt-valeur élevées sont obligatoirement à plein recours, ce qui diminue sensiblement le risque d'une escalade démesurée des taux de défaillance dans cette province.

Graphique 4 – L'Alberta avait connu une hausse plus marquée des prêts en souffrance durant la dernière récession



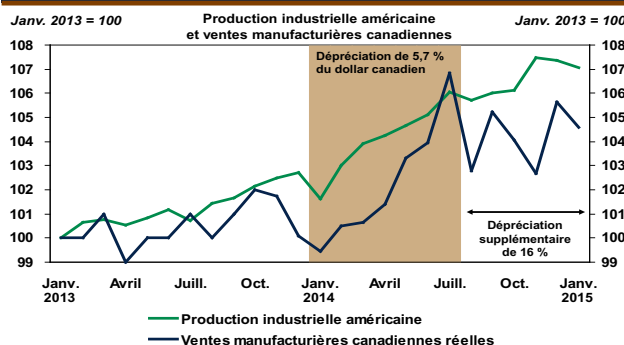
Sources : Association des banquiers canadiens et Desjardins, Études économiques

En définitive, on peut tout de même supposer que des signes alimentant les craintes d'une correction immobilière sévère et d'un resserrement des conditions financières constitueraient des facteurs suffisamment sérieux pour amener la BdC à abaisser de nouveau ses taux directeurs.

4) UN RÉÉQUILIBRAGE TROP LENT DES SOURCES DE CROISSANCE

Théoriquement, l'affaiblissement de la devise constitue un élément porteur pour les exportations canadiennes, particulièrement pour les biens fabriqués. En pratique, les résultats sont jusqu'à présent mitigés. Après avoir bénéficié de la dépréciation du dollar canadien en première moitié de 2014, les livraisons des fabricants canadiens, en termes réels, ont évolué sans direction claire. Ainsi, une fois pris en compte l'impact de la chute des prix du pétrole sur certaines industries manufacturières qui y sont sensibles (par exemple, celle du raffinage de produits pétroliers), les volumes de vente des fabricants font du surplace depuis le milieu de 2014, et ce, en dépit d'une dépréciation de la devise de l'ordre de 16 % de juillet 2014 à janvier 2015 inclusivement (graphique 5). La croissance de l'économie et de la production industrielle a pourtant été vigoureuse aux États-Unis au cours de cette période. Les importations réelles américaines ont augmenté de 4,7 % en seconde moitié de 2015 sur une base annualisée, enregistrant le meilleur semestre de croissance depuis 2010.

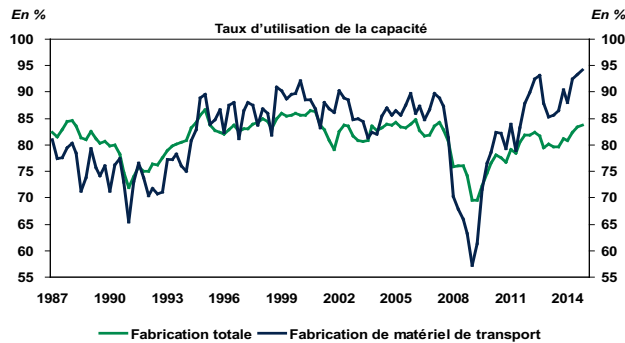
Graphique 5 – Après un premier semestre de 2014 encourageant, les volumes de vente des fabricants se sont essouffés



Sources : Réserve fédérale, Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Les limites de capacité pourraient en partie expliquer les déboires récents des fabricants canadiens. Le taux d'utilisation de la capacité au sein du secteur manufacturier s'établissait à 83,7 % au quatrième trimestre de 2014, le plus haut niveau en sept ans. Dans la fabrication de matériel de transport, par exemple, le taux d'utilisation est monté à 94,1 %, du jamais vu depuis le début de la série de données en 1987 (graphique 6 à la page 4).

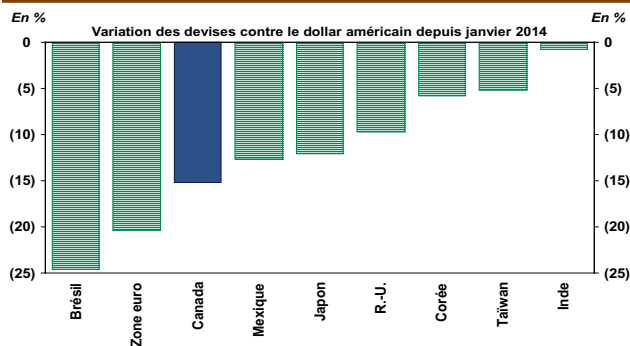
Graphique 6 – Le taux d'utilisation de la capacité s'est accru, particulièrement dans la fabrication de matériel de transport



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Dans la mesure où la demande est au rendez-vous, ceci devrait normalement être de bon augure pour l'investissement des entreprises. Il faut tout de même garder à l'esprit le contexte global. Même avec une devise plus faible, les producteurs canadiens ne sont pas obligatoirement plus compétitifs. De nombreux autres pays ont connu une dépréciation équivalente, voire plus importante de leurs taux de change récemment (graphique 7). Par ailleurs, certains secteurs d'activité qui sont en déclin de long terme, comme les pâtes et papiers ou encore le secteur textile, ont des chances plutôt minces de connaître une grande renaissance. Des industries de pointe devraient prendre le relais en matière d'investissement. Toutefois, étant donné les aléas de l'économie mondiale, l'incertitude demeure sur le moment où les dirigeants d'entreprise des secteurs plus prometteurs afficheront la confiance nécessaire à des investissements soutenus.

Graphique 7 – Les exportateurs canadiens ne sont pas seuls à profiter d'une devise plus faible



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

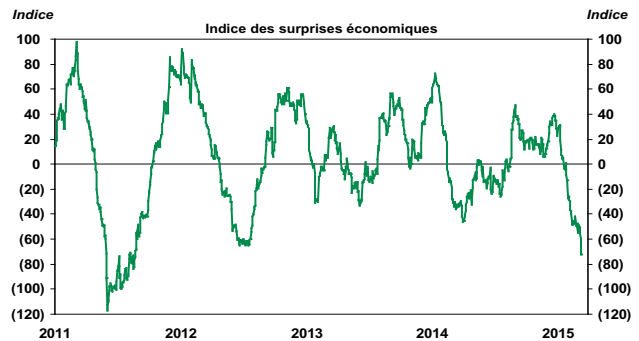
Il y a en revanche peu d'incertitude quant au fait que le secteur énergétique offrira une contribution radicalement inférieure à la croissance des investissements totaux au cours des trimestres à venir. On en déduit qu'il existe un risque non négligeable que l'économie soit confrontée à un vide

au chapitre des investissements. Il s'agit d'un facteur qui pourrait inciter la BdC à abaisser ses taux, pour tenter tant bien que mal de pallier au manque à gagner.

5) UN IMPORTANT RALENTISSEMENT DE L'ÉCONOMIE AMÉRICAINE

En 2014, l'économie américaine a donné des signes assez convaincants pour penser que la croissance est enfin passée à une vitesse supérieure. Les nouvelles concernant la création d'emplois ont continué d'être très encourageantes depuis le début de 2015, mais force est d'admettre que cela n'a pas été le cas de la plupart des autres indicateurs (graphique 8). Nous avons révisé à la baisse nos prévisions concernant la croissance du PIB réel au premier trimestre de l'année que nous anticipons désormais à 1,4 %.

Graphique 8 – La performance des indicateurs économiques laisse à désirer à l'heure actuelle aux États-Unis



Sources : Citigroup, Datastream et Desjardins, Études économiques

La consommation semble particulièrement amorphe depuis le début de l'année, ce qui est d'autant plus surprenant que les embauches tournent encore à plein régime et que la faiblesse de l'inflation se traduit en une augmentation des revenus réels. Les nouvelles concernant les investissements des entreprises ne sont guère reluisantes, tandis que la vigueur du dollar semble heurter la profitabilité des multinationales américaines. Même si nous croyons que le premier trimestre pourrait n'être qu'un passage à vide temporaire similaire à celui de l'an dernier, notamment en raison des effets de la météo, un scénario dans lequel l'atonie de la demande intérieure chez notre principal partenaire commercial se prolongeait, aurait des répercussions néfastes pour les perspectives d'exportation canadiennes.

Dans un tel scénario, la Réserve fédérale garderait ses taux directeurs inchangés pour une période prolongée, ce qui pourrait faire déprécier le dollar américain. De manière isolée, la conséquence serait une devise canadienne plus forte, nuisant d'autant plus aux exportateurs. L'impact sur la devise pourrait toutefois être mitigé par des prix du pétrole plus faibles; une économie américaine moins vigoureuse



aurait en effet des répercussions négatives sur la demande mondiale de pétrole entraînant les prix en baisse. Ceci restreindrait du même coup le potentiel d'appréciation de la devise canadienne. Néanmoins, une économie américaine en santé constitue un facteur crucial pour la bonne performance de l'économie canadienne. Si les doutes devaient s'amplifier, la BdC pourrait juger bon d'accroître le degré de détente monétaire.

CONCLUSION

Il convient de noter que cette analyse porte sur les risques de baisse de taux, mais il existe également des risques de hausse de taux. Par exemple, si les entreprises hors énergie investissent avec plus d'entrain, que les économies de l'Ouest démontrent plus de résilience qu'anticipé ou, encore, que les pressions inflationnistes liées à l'incidence des mouvements de la devise (*exchange rate pass-through*) s'accroissent, on pourrait juger qu'en définitive l'économie n'a plus besoin de l'appui offert en janvier dernier. Dans une certaine mesure, le comportement des ménages pourrait également constituer une variable influente. En outre, une intensification de la concurrence entre prêteurs hypothécaires qui s'accompagnerait d'une accélération inquiétante de l'endettement des ménages pourrait faire partie des considérations incitant la BdC à hâter la normalisation des taux. Ceci d'autant plus qu'il y a un risque qu'en patientant indûment, le passif des ménages s'alourdisse, rendant leurs finances plus vulnérables face à un éventuel resserrement monétaire.

En faisant la part des choses, le contexte actuel indique que la BdC devrait garder le *statu quo*, tout en surveillant étroitement l'évolution des facteurs de risque mentionnés. Il s'agit de notre scénario de base. Ceci dit, lorsqu'on considère les différents scénarios alternatifs à court terme, le risque d'une nouvelle réduction de taux nous apparaît plus important que celui d'un retour à 1 %. Par exemple, l'endettement élevé des ménages constituait un argument presque irréfutable militant contre une baisse des taux, ce qui n'a pas empêché la BdC d'agir en invoquant le concept de politique d'assurance.

En ce qui concerne l'inflation, même si l'affaiblissement de la devise entraîne une hausse des prix des produits importés, la BdC semble considérer qu'il s'agit d'un phénomène temporaire, non susceptible de générer un emballement des anticipations d'inflation. De manière générale, étant donné la proximité de la borne de zéro contraignant les taux d'intérêt, la BdC n'hésite pas à admettre qu'elle est beaucoup plus tourmentée par un hypothétique scénario de déflation que par celui d'une forte inflation. La barre semble donc placée relativement haute pour qu'une hausse de taux survienne à court terme. Par contraste, la possibilité qu'une autre baisse soit annoncée n'est pas à négliger.

Jimmy Jean
Économiste principal