

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

Malgré l'augmentation des investissements publics, la politique monétaire peut encore être sollicitée au Canada

Au Canada comme à l'international, le passage d'une politique budgétaire plutôt restrictive à expansionniste a été salué l'an dernier. Voilà que le gouvernement fédéral déposera bientôt son budget pour l'exercice financier 2017-2018, et que les impacts tangibles des mesures annoncées en 2016 tardent à se manifester, notamment en ce qui a trait aux infrastructures. Parallèlement, on remarque une évolution du discours de la Banque du Canada (BdC) sur l'importance de la politique budgétaire. Elle a notamment réfuté l'idée que cette dernière ait pris le relais de la politique monétaire. Ce *Point de vue économique* effectue un portrait de cette situation. Notre constat est que s'il est vrai que les annonces budgétaires ont permis à la BdC d'être patiente en 2016, cela ne signifie pas qu'elle soit cantonnée dans un rôle de spectatrice.

Il y a un an, l'un des thèmes dominants au Canada était le programme de soutien budgétaire gouvernemental, qui devait appuyer l'économie par des investissements favorisant la productivité et ainsi aider à compenser pour le marasme dans lequel le secteur énergétique était empêtré.

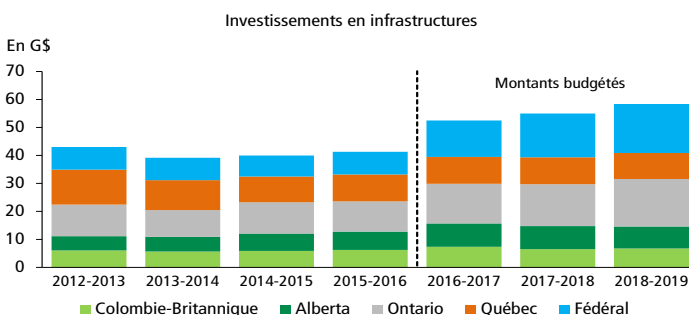
Non seulement le nouveau gouvernement fédéral avait promis de doubler les investissements prévus dans les infrastructures, mais les provinces ont aussi été de l'avant avec des plans ambitieux. Si l'on tient compte des quatre plus grandes provinces, qui représentent 87 % du PIB canadien, ainsi que du gouvernement fédéral, une augmentation de 27 % dans les dépenses en infrastructures a été budgétée pour l'exercice financier actuel,

sans contredire l'effort de stimulation le plus affirmé depuis la crise financière (graphique 1).

Pas le même sentiment d'urgence qu'en 2009

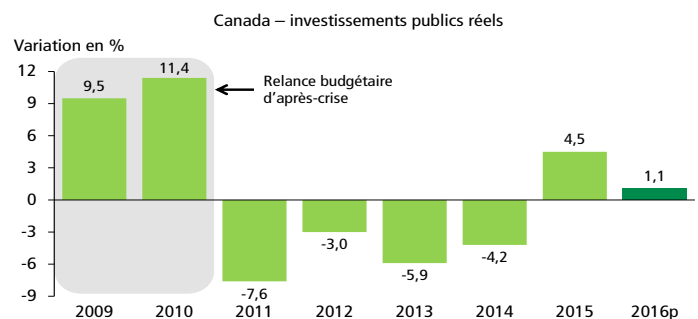
Les données annuelles des comptes nationaux ne seront publiées qu'à la fin du mois, mais nous estimons que les investissements publics réels n'ont augmenté que de 1,1 % en 2016 (graphique 2). Dans sa mise à jour budgétaire automnale, le gouvernement fédéral a bonifié son plan d'infrastructure, tout en signalant que la majeure partie de l'effet additionnel ne commencerait à se faire sentir que dans deux ans. Cela témoigne de la grande difficulté d'exécuter rapidement des mesures de relance axées sur l'infrastructure.

GRAPHIQUE 1
Les gouvernements ont visé grand en matière d'infrastructures



Sources : Budgets des gouvernements et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 2
Un bilan plutôt décevant des investissements publics en 2016



p : prévisions
Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

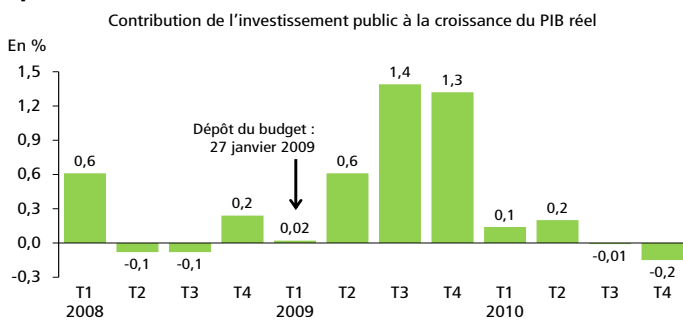
François Dupuis, vice-président et économiste en chef • Jimmy Jean, économiste principal

Desjardins, Études économiques : 514-281-2336 ou 1 866-866-7000, poste 5552336 • desjardins.economie@desjardins.com • desjardins.com/economie

NOTE AUX LECTEURS: Pour respecter l'usage recommandé par l'Office québécois de la langue française, nous employons dans les textes et les tableaux les symboles k, M et G pour désigner respectivement les milliers, les millions et les milliards. MISE EN GARDE: Ce document s'appuie sur des informations publiques, obtenues de sources jugées fiables. Le Mouvement des caisses Desjardins ne garantit d'aucune manière que ces informations sont exactes ou complètes. Ce document est communiqué à titre informatif uniquement et ne constitue pas une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente. En aucun cas, il ne peut être considéré comme un engagement du Mouvement des caisses Desjardins et celui-ci n'est pas responsable des conséquences d'une quelconque décision prise à partir des renseignements contenus dans le présent document. Les prix et les taux présentés sont indicatifs seulement parce qu'ils peuvent varier en tout temps, en fonction des conditions de marchés. Les rendements passés ne garantissent pas les performances futures, et les Études économiques du Mouvement des caisses Desjardins n'assument aucune prestation de conseil en matière d'investissement. Les opinions et les prévisions figurant dans le document sont, sauf indication contraire, celles des auteurs et ne représentent pas la position officielle du Mouvement des caisses Desjardins. Copyright © 2017, Mouvement des caisses Desjardins. Tous droits réservés.

Lors de la crise de 2008-2009, le sentiment d'urgence était très élevé. La débâcle des marchés financiers avait forcé les banques centrales à intervenir très rapidement et de manière concertée. Les autorités fiscales à travers le monde leur ont emboîté le pas, et la priorité était donnée aux projets d'infrastructure dont plusieurs étapes préliminaires avaient déjà été complétées, et dont les travaux pouvaient ainsi débiter rapidement. Au Canada, il n'avait fallu que deux trimestres pour que les dépenses publiques aient un impact perceptible sur la croissance économique (graphique 3).

GRAPHIQUE 3
En 2009, l'impact maximal des investissements avait été ressenti après deux trimestres



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

La situation actuelle est bien différente puisqu'il ne s'agit pas d'un contexte de crise. L'urgence d'agir est donc moindre. Par ailleurs, il peut être plus difficile (et coûteux) pour les gouvernements de mobiliser les ressources nécessaires à l'exécution de projets d'infrastructure en situation d'expansion économique. À ce sujet, la présidente de la Réserve fédérale (Fed), Janet Yellen, a récemment laissé entendre qu'une politique budgétaire très agressive n'était peut-être pas très appropriée aux États-Unis, dans un contexte où l'économie est près du plein emploi. Lorsque les ressources disponibles sont moins abondantes, l'impact risque en effet d'être davantage ressenti sur l'inflation, forçant potentiellement la Fed à resserrer sa politique monétaire, un geste qui viendrait contrecarrer les efforts de relance. À tout le moins, les efforts budgétaires doivent s'orienter vers des mesures favorisant les gains de productivité pour mitiger ce risque.

L'économie canadienne n'est évidemment pas dans une situation aussi reluisante qu'aux États-Unis, mais elle demeure dans un contexte d'expansion. Les ressources disponibles au sein de l'économie sont donc moins abondantes qu'elles ne l'étaient en 2009, lors du dernier grand programme de relance.

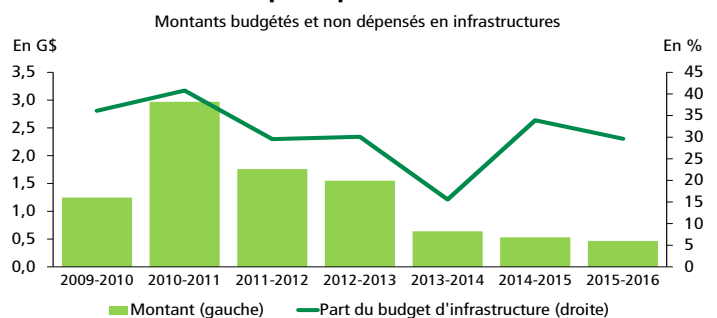
La patience sera de mise

Les effets des dépenses en infrastructures finiront par se manifester, mais il est encore difficile de déterminer à partir de quand et à quel horizon l'effet maximal aura lieu. Selon le

directeur parlementaire du budget, les facteurs qui retardent le déploiement des projets d'infrastructure incluent, entre autres, la réglementation, les questions de coordination entre les différents paliers de gouvernement, les insuffisances de personnel au sein des ministères chargés d'exécuter les projets et les délais d'appel d'offres avec le secteur privé. Les deux derniers obstacles cités font référence à la disponibilité des ressources.

Le directeur parlementaire du budget a d'ailleurs noté que les obstacles à l'exécution sont plus contraignants lorsque les budgets d'infrastructure augmentent rapidement. Cela se reflète notamment dans la portion des sommes budgétées qui n'est pas dépensée; elle a tendance à augmenter en tandem avec les sommes budgétées. Par exemple, lors de l'exercice financier 2010-2011 encore en pleine période de relance, 41 % du budget de dépenses en immobilisations n'avait pas été déboursé (graphique 4).

GRAPHIQUE 4
Certaines années, des parts considérables des budgets d'infrastructure ne sont pas dépensées



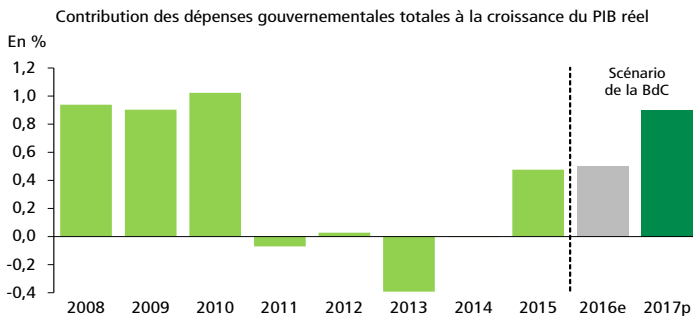
Sources : Directeur parlementaire du budget et Desjardins, Études économiques

Quelles implications pour la BdC?

La politique budgétaire constitue un intrant important pour la politique monétaire, comme l'a démontré l'expérience de l'an dernier. En janvier 2016, la BdC avait confondu plusieurs investisseurs qui croyaient qu'elle baisserait ses taux directeurs en réaction à une nouvelle chute du prix du pétrole. La BdC a admis qu'un nouvel assouplissement monétaire avait été débattu, mais qu'elle avait penché pour le *statu quo* en raison des annonces de relance budgétaire qui devaient être effectuées au printemps.

Depuis lors, et malgré des mesures musclées annoncées par les gouvernements, le discours de la BdC a changé. Depuis octobre, elle signale même que de nouveaux assouplissements sont possibles. Le scénario économique de la BdC est pourtant fondé sur l'hypothèse d'un certain rattrapage dans les dépenses du gouvernement en 2017, après la déception de l'an dernier (graphique 5 à la page 3).

On comprend donc que la BdC, forte de la philosophie de gestion des risques chère au gouverneur Poloz, reste consciente

GRAPHIQUE 5
La Banque du Canada table sur un apport du gouvernement plus important en 2017


e : estimations; p : prévisions; BdC : Banque du Canada

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

des retards potentiellement considérables qui pourraient encore être en cause et, par implication, du risque d'une autre déception. En octobre, lorsqu'un député du Parlement a affirmé que c'était maintenant l'heure au gouvernement de prendre le relais de la politique monétaire pour appuyer la croissance, Stephen Poloz a rétorqué que la BdC avait encore un rôle à jouer et qu'elle n'hésiterait pas à utiliser les outils à sa disposition. Autrement dit, elle ne s'en remettra pas exclusivement aux actions du gouvernement pour veiller à ce que sa cible d'inflation soit respectée.

Conclusion

La bonification des investissements publics est utile lorsqu'une économie se remet d'un choc, comme c'est le cas du Canada actuellement. Cela a le mérite de stimuler l'économie plus directement et de générer des gains de productivité à long terme. Cet outil vient néanmoins au prix d'une vitesse d'exécution plus lente. Les effets peu perceptibles du plan de relance jusqu'à présent ainsi que les correctifs apportés par la BdC à son message laissent croire qu'elle ne se campera pas derrière les programmes des gouvernements si des risques négatifs sur la croissance devaient se matérialiser. Avec l'inquiétante orientation protectionniste du nouveau gouvernement américain, la nature très sérieuse de ces risques fait peu de doute à l'heure actuelle. Les investisseurs semblent toutefois se complaire dans l'idée que la BdC suivra les traces de la Fed d'ici environ un an, pour une variété de raisons, parmi elles, la politique budgétaire bienveillante. Une prise de conscience de la réalité beaucoup plus incertaine concernant la politique monétaire pourrait causer des ajustements brusques, notamment sur les taux obligataires et la devise. La BdC a récemment qualifié l'évolution de ces variables depuis l'élection américaine comme étant déphasée par rapport au contexte économique canadien.

Jimmy Jean, CFA, économiste principal