

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

L'absence de signaux clairs sur l'évolution future des taux directeurs nuit aux communications de la Banque du Canada

GAGNANT DU TITRE DU MEILLEUR PRÉVISIONNISTE - CANADA



L'amorce assez soudaine d'un resserrement monétaire au Canada au courant de l'été a soulevé un débat sur les communications de la Banque du Canada (BdC). S'il faut reconnaître que le rebond spectaculaire de l'économie canadienne représente une situation exceptionnelle qui justifiait un changement d'orientation de la politique monétaire, les derniers événements font ressortir certaines lacunes du processus de communication des autorités monétaires canadiennes. À l'instar de plusieurs autres banques centrales, la BdC devrait envisager sérieusement de commencer à publier un compte rendu détaillé des débats entourant chacune de ses rencontres de politique monétaire, plutôt que de miser sur des courts communiqués et des discours. Maintenant que les effets de la crise financière semblent de plus en plus se dissiper, la BdC devrait également mettre davantage l'accent sur le moyen terme, notamment en révélant la trajectoire des taux directeurs qui correspond au scénario économique du *Rapport sur la politique monétaire* (RPM).

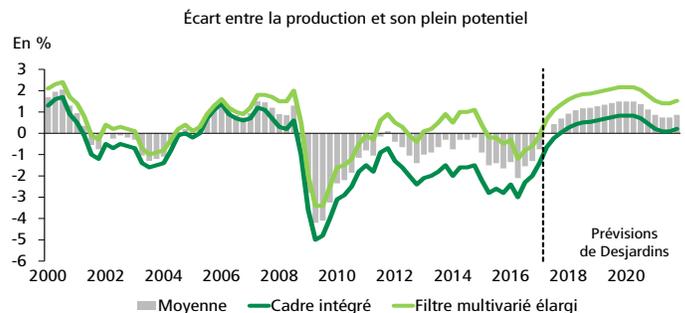
Un changement de cap assez soudain de la politique monétaire canadienne

Pratiquement personne ne prévoyait il y a un an que la BdC amorcerait un resserrement monétaire en 2017. Le pire du choc pétrolier, qui avait fait très mal à l'économie canadienne en 2015 et en première moitié de 2016, paraissait derrière nous, mais la plupart des analystes prévoient que les pertes d'emplois dans le secteur pétrolier et la baisse du revenu national liée à la chute des prix du pétrole freineraient durablement la demande intérieure canadienne. La vigueur du marché immobilier et l'endettement élevé des ménages soulevaient certaines inquiétudes sur les conséquences des politiques monétaires ultra-accommodantes, mais l'annonce de nouvelles mesures par le gouvernement fédéral pour resserrer le crédit hypothécaire laissait présager un ralentissement de ce côté. La BdC estimait ainsi que des capacités excédentaires de production demeureraient présentes jusqu'à la mi-2018 dans son communiqué d'octobre 2016 et envisageait encore sérieusement d'assouplir davantage sa politique monétaire. Les choses ont bien changé depuis alors que la BdC a augmenté le taux cible du financement à un jour en juillet et en septembre derniers, pour le faire passer à 1,00 %.

La performance exceptionnelle de l'économie canadienne a changé la donne

Le changement de cap assez soudain de la politique monétaire canadienne reflète surtout la performance remarquable de notre économie. Une poussée de confiance des ménages et des entreprises, combinée aux efforts de relance des gouvernements, a résulté dans une croissance de 3,7 % du PIB réel canadien entre la mi-2016 et la mi-2017. Cela a entraîné une résorption beaucoup plus rapide que prévu des capacités excédentaires de production (graphique 1). La poussée de confiance a aussi eu

GRAPHIQUE 1 Les capacités excédentaires de l'économie canadienne sont disparues beaucoup plus rapidement que prévu



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

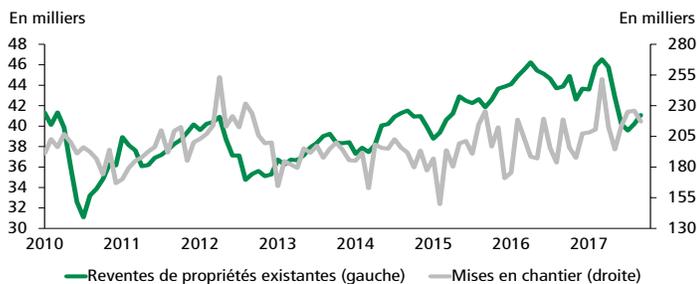
François Dupuis, vice-président et économiste en chef • Mathieu D'Anjou, économiste principal

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.

des effets très positifs sur le marché immobilier, contrecarrant complètement l'effet restrictif attendu des mesures annoncées par le gouvernement fédéral à l'automne 2016. De nouvelles mesures provinciales ont eu un effet marqué sur le marché de la revente à Toronto, mais, dans l'ensemble, le marché de l'habitation canadien est demeuré très vigoureux depuis le commencement de 2017 (graphique 2).

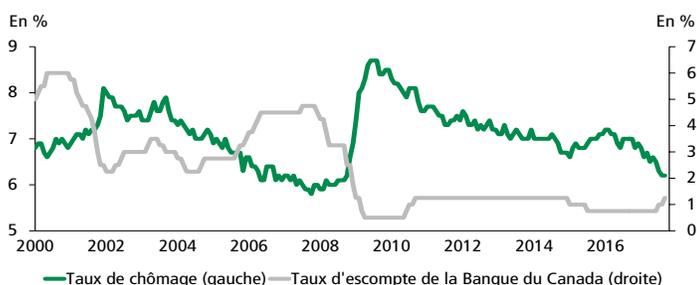
GRAPHIQUE 2
Un véritablement ralentissement du marché immobilier canadien se fait toujours attendre



Sources : Société canadienne d'hypothèques et de logement, Association canadienne de l'immeuble et Desjardins, Études économiques

Dans un tel contexte, il est évident qu'un ajustement de la politique monétaire était nécessaire. On peut même se demander si les taux directeurs ne demeurent pas beaucoup trop bas (graphique 3).

GRAPHIQUE 3
Alors que le taux de chômage est revenu à son niveau d'avant-crise, les taux directeurs demeurent très près de leur creux



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

L'incertitude accrue complique la tâche des banques centrales

Si l'augmentation récente des taux directeurs canadiens nous paraît clairement justifiée, on peut se demander si la façon dont la BdC a procédé était optimale. L'époque où les banques centrales semblaient prendre plaisir à surprendre les marchés est révolue depuis longtemps. Elles ont réalisé que leurs politiques monétaires sont bien plus efficaces lorsqu'elles sont bien

comprises et prévisibles, ce qui leur permet aussi d'augmenter leur crédibilité et de limiter la volatilité sur les marchés financiers.

Avant la crise de 2008, les décisions de politique monétaire, particulièrement au Canada, étaient basées en grande partie sur des modèles économiques rigoureux. En résumé, les experts de la BdC utilisaient leurs outils pour prévoir l'évolution de l'économie canadienne et de l'écart de production (*output gap*), ce qui leur permettait de prévoir l'évolution de l'inflation. Les dirigeants ajustaient par la suite les taux directeurs pour avoir la trajectoire d'inflation la plus favorable. Cette prédominance des modèles dans le processus de décision limitait le rôle joué par le jugement. Le principal outil de communication de la BdC était les RPM, qui laissaient assez clairement entrevoir comment devaient évoluer les taux d'intérêt si l'économie évoluait comme prévu.

Les banques centrales naviguent maintenant dans des eaux beaucoup plus incertaines alors que les variables économiques réagissent différemment depuis la crise. Dans un [document d'analyse sur ce sujet](#) publié en 2014, le gouverneur Stephen Poloz décrivait bien cette situation et notait que « [...] après une vingtaine d'années à appliquer avec succès un régime de ciblage de l'inflation, nous avons de plus en plus de difficulté à paramétrer la relation entre l'écart de production et l'inflation au Canada ». Il argumentait alors que la politique monétaire ne peut plus reposer sur une approche purement technique et doit plutôt ressembler à un processus de gestion de risque qui tient beaucoup plus compte de l'incertitude. Dans un [discours récent](#), Stephen Poloz a répété ce constat et a reconnu que la politique monétaire requérait beaucoup plus de jugement que par le passé.

Alors que le jugement des dirigeants est maintenant un facteur déterminant pour les politiques monétaires, il est normal qu'il devienne plus difficile pour les observateurs de prévoir les gestes des banques centrales. Face à ce constat, l'ensemble des banques centrales ont amélioré leur communication en tentant le plus possible de faire comprendre leur processus décisionnel. La plupart des banques centrales publient ainsi des comptes rendus détaillés de leurs rencontres de politique monétaire et plusieurs signalent, plus ou moins explicitement, une trajectoire pour leurs taux directeurs (tableau 1 à la page 3), toujours conditionnelle à l'évolution des perspectives concernant l'inflation. Sans aller aussi loin, la BdC a aussi amélioré la transparence de sa politique monétaire, entre autres en présentant de façon plus détaillée les risques qui influencent sa prise de décision. La conférence de presse accompagnant le RPM a aussi évolué pour présenter davantage les discussions ayant mené à la décision concernant la politique monétaire.

Retour sur les communications de la BdC depuis le début de l'année

La BdC a gardé un ton inquiet tout au long du premier trimestre de 2017 malgré de nouveaux signes d'amélioration de l'économie canadienne, continuant même de signaler une possibilité de

TABLEAU 1
Outils de communication de certaines banques centrales

| | INDICATIONS SUR L'ÉVOLUTION DES TAUX DIRECTEURS | COMPTE RENDU DES DÉLIBÉRATIONS |
|--|--|---------------------------------------|
| Réserve fédérale | oui | oui |
| Banque du Canada | non | non |
| Banque centrale européenne | * | oui |
| Banque d'Angleterre | oui | oui |
| Banque du Japon | non | oui |
| Banque de réserve d'Australie | non | oui |
| Banque de réserve de la Nouvelle-Zélande | oui | non |
| Banque de Suède | oui | oui |
| Banque nationale suisse | oui | non |

* La Banque centrale européenne utilise actuellement un engagement conditionnel qui risque de disparaître quand la normalisation monétaire débutera.
Source : Desjardins, Études économiques

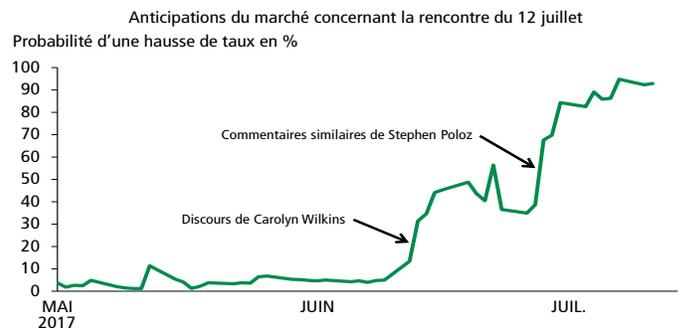
baisse des taux directeurs. Un premier changement d'orientation de la politique monétaire est survenu lors de la diffusion du RPM d'avril. Tout en mettant toujours l'accent sur l'incertitude considérable, la BdC reconnaissait que la bonne performance de l'économie canadienne laissait entrevoir une fermeture un peu plus rapide de l'*output gap*, et le gouverneur confirmait que la BdC n'avait pas discuté d'une baisse de taux et était maintenant en position « décidément neutre ».

La rencontre du 24 mai a apporté peu de nouvelles informations. Les communications de la BdC à ce moment se sont limitées à un court communiqué, comme lors de chaque rencontre où un RPM n'est pas présenté. Le fait que la BdC jugeait que l'ajustement de l'économie canadienne au prix du pétrole plus bas était terminé semblait un développement positif, mais l'absence de tout signal sur l'évolution future de la politique monétaire devait être interprétée comme le maintien d'un positionnement neutre.

Les données canadiennes demeurant très positives au cours des semaines suivantes, un resserrement monétaire commençait à être envisageable. Le biais neutre de la BdC représentait toutefois un obstacle de taille à une hausse avant l'automne. Les choses ont toutefois changé le 12 juin alors que la première sous-gouverneure, Carolyn Wilkins, a clairement signalé lors d'un [discours](#) un biais pour des hausses de taux en se questionnant sur la nécessité de maintenir les assouplissements monétaires mis en place en 2015.

Dans ce contexte, la première hausse des taux directeurs en juillet n'a pas fait trop de remous alors que les marchés financiers s'étaient déjà fortement ajustés dans les semaines précédentes (graphique 4). Le communiqué et le RPM expliquaient très bien les raisons justifiant l'amorce du resserrement monétaire, mais contenaient très peu d'information sur la suite des choses.

Malgré l'absence d'un biais explicite, il était évident qu'il fallait anticiper d'autres hausses des taux directeurs canadiens au

GRAPHIQUE 4
Les dirigeants de la Banque du Canada avaient préparé les marchés à la hausse de juillet


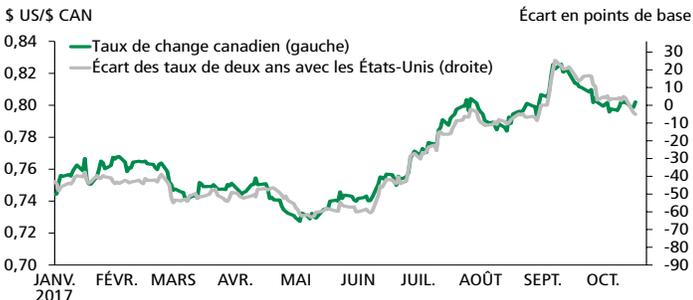
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

cours des prochains mois. La publication de nouvelles données économiques très encourageantes, en particulier une croissance économique de 4,5 % pour le deuxième trimestre de 2017, a confirmé ce scénario. La plupart des observateurs pensaient toutefois que, à l'image de ce que la Réserve fédérale (Fed) a fait depuis qu'elle a amorcé son resserrement monétaire, la BdC préférerait attendre la publication du prochain RPM avant de procéder à une deuxième hausse. L'absence d'un discours similaire à celui du 12 juin pour signaler un resserrement imminent était un argument supplémentaire en faveur d'une augmentation seulement en octobre, quoique les communications de la BdC se fassent souvent plus rares à cette période de l'année.

Malgré tout, la BdC a finalement été de l'avant avec une deuxième hausse de 0,25 % le 6 septembre. Cette fois, l'augmentation des taux a surpris les observateurs, entraînant une réaction des marchés et faisant passer le dollar canadien aux environs de 0,83 \$ US (graphique 5 à la page 4). Il faut dire que le court communiqué accompagnant la décision semblait indiquer que la BdC était confortable avec une appréciation du

GRAPHIQUE 5

Suivant les écarts de taux d'intérêt, le dollar canadien est récemment retourné aux environs de 0,80 \$ US



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

huard. Encore une fois, le communiqué ne contenait pas un biais explicite pour la suite des choses, mais un début de resserrement aussi agressif a été perçu par plusieurs comme un signal qu'au moins une autre hausse de taux pourrait survenir en 2017.

Dans ce contexte, plusieurs analystes ont commencé à se positionner sur une troisième hausse consécutive des taux directeurs dès le mois d'octobre. Par la suite, des commentaires du gouverneur Stephen Poloz insistant sur le fait que la trajectoire future des taux d'intérêt n'était pas prédéterminée et des données canadiennes plus faibles ont amené les investisseurs à repousser leurs attentes vers une hausse en décembre ou en janvier prochains, ce qui a contribué à ramener le huard près de 0,80 \$ US.

La BdC aurait pu arriver au même point en causant moins de fluctuations sur les marchés

En jugeant la situation après coup, il semble clair que la BdC aurait pu limiter davantage les fluctuations sur les marchés financiers. En particulier, elle aurait pu signaler dès la rencontre de mai un biais pour des hausses de taux. De la même façon, elle aurait dû indiquer clairement, dès le resserrement de septembre, que ce geste ne signalait rien pour la suite des choses, plutôt que de le faire quelques semaines plus tard dans des discours.

À notre avis, les derniers événements montrent que les courts communiqués publiés lors des rencontres de politique monétaire sans RPM ne contiennent pas suffisamment d'informations, surtout lors d'une modification de la politique monétaire. Tant en mai qu'en septembre, l'absence de signal sur la suite des choses a incité les investisseurs à mal se positionner, entraînant de la volatilité inutile sur les marchés financiers canadiens. L'intervention d'un porte-parole de la BdC, quelques jours après la rencontre de septembre pour défendre et expliquer la hausse de taux, montre aussi l'insuffisance du communiqué.

Au minimum, la BdC devrait introduire un biais explicite pour l'évolution à court terme des taux directeurs dans chaque communiqué. Il serait encore mieux de trouver un moyen de

transmettre l'essentiel de l'information concernant la politique monétaire lors des huit rencontres annuelles de politique monétaire plutôt que lors de discours. La publication de comptes rendus détaillés, idéalement publiés en même temps que le communiqué (à l'image de la Banque d'Angleterre), ou la tenue d'une conférence de presse lors de chaque rencontre permettrait à la BdC de transmettre une information complète et nuancée sur sa politique monétaire.

La BdC devra clairement remettre l'accent sur le moyen terme

Au-delà de savoir si la BdC a été assez transparente dans ses communications, nous jugeons préoccupant le fait que toute l'attention se porte actuellement sur la prochaine rencontre de la BdC et non sur la tendance à venir de ses taux directeurs. Étant donné les importants délais entre un geste de politique monétaire et ses effets sur l'économie et l'inflation, la politique monétaire devrait se concentrer sur le moyen terme, sauf lors de crises très aiguës. C'est pourquoi les banques centrales portent autant d'attention sur les perspectives concernant la croissance économique et l'inflation. L'amorce d'un resserrement monétaire cette année, malgré le fait que l'inflation canadienne demeure faible, montre bien que la BdC se préoccupe plus de l'inflation à venir que de l'inflation actuelle.

Certains des récents gestes et commentaires des dirigeants de la BdC semblent toutefois refléter une préoccupation trop importante pour le court terme. En particulier, il est difficile de ne pas voir une certaine précipitation dans le fait de passer d'une position où elle envisageait une baisse de taux en début d'année, à une position décidément neutre en avril pour finalement procéder à deux hausses des taux directeurs au courant de l'été. Le fait de justifier la hausse de septembre essentiellement par la croissance plus forte que prévu au deuxième trimestre de 2017 nous semble aussi problématique, puisque cette bonne statistique ne changeait pratiquement rien en elle-même aux perspectives à moyen terme de l'économie canadienne.

La question de la dépendance aux données dont parle beaucoup la BdC nourrit aussi une certaine confusion. En premier lieu, il faut rappeler que les politiques monétaires ne sont jamais prédéterminées et que c'est pourquoi les banques centrales sont toujours très attentives à l'évolution des perspectives économiques. Les politiques monétaires sont ainsi toujours dépendantes des données, mais, encore une fois, dans une optique de moyen terme. Dans son plus [récent discours](#), le gouverneur Stephen Poloz expliquait que, étant donné l'incertitude accrue, il devenait encore plus important pour la BdC d'intégrer en continu toute l'information disponible pour affiner sa compréhension de l'économie et ajuster ses perspectives d'inflation. Ce positionnement nous semble tout à fait justifié dans le contexte actuel et la plupart des autres banques centrales semblent avoir tiré des conclusions similaires.

La BdC devrait toutefois exprimer plus clairement que c'est la tendance des données économiques qui influencera l'évolution à moyen terme de ses taux directeurs et non l'évolution des données à court terme qui influencera sa prochaine décision de politique monétaire. Dans le second cas, la politique monétaire canadienne deviendrait complètement imprévisible puisqu'elle refléterait principalement le bruit statistique entourant les données économiques à haute fréquence. Tout écart des données par rapport aux anticipations causerait des réactions demesurées des marchés. Comme le disait récemment Janet Yellen¹, l'incertitude accrue est un argument en faveur d'un ajustement graduel de la politique monétaire, surtout en présence d'une inflation faible, mais elle ne justifie pas le maintien d'une politique monétaire ultra-accommodante jusqu'à ce que l'inflation soit revenue à la cible.

La BdC devrait révéler l'évolution des taux directeurs qui correspond au scénario du RPM

La grande réticence de la BdC à signaler comment elle anticipe qu'évolueront ses taux directeurs contribue aussi à mettre trop l'accent sur le court terme. Cette réticence pourrait s'expliquer par le désir de la BdC de se garder une flexibilité maximum, entre autres pour faire place aux fluctuations de la devise canadienne. En insistant trop sur le fait que la trajectoire des taux d'intérêt n'est pas prédéterminée, la BdC risque toutefois de donner l'impression qu'elle n'a aucune idée de comment devront évoluer ses taux directeurs à moyen terme. En réalité, même s'ils ne sont pas parfaits, ses modèles lui donnent une bonne idée de la façon dont les taux directeurs devront changer au cours des prochains trimestres, et les scénarios économiques qu'elle présente dans ses RPM reflètent implicitement une trajectoire appropriée des taux directeurs.

Dans un contexte où la BdC prévoit que l'inflation remontera au cours des prochains trimestres, ramenant ainsi l'économie canadienne « à bon port », et que la croissance économique risque de demeurer au-dessus de la croissance potentielle, il paraît évident que le scénario économique actuel de la BdC suppose des augmentations des taux directeurs au cours des prochains trimestres. Pour faire véritablement preuve de transparence, la BdC devrait, par exemple, publier dans le RPM le niveau des taux directeurs dans 18 ou 24 mois qui correspond à son scénario économique et au jugement des dirigeants concernant les différentes incertitudes. Bien sûr, elle pourrait insister sur le fait que ce niveau de taux n'est pas un engagement ou même une prévision et qu'il s'ajustera graduellement à mesure que de nouvelles données changeront les perspectives concernant l'inflation.

Dans un tel système, qui ressemblerait beaucoup à ce que fait la Fed en publiant chaque trimestre les prévisions des dirigeants sur l'évolution des taux directeurs, la BdC pourrait intégrer graduellement les nouvelles informations dans sa trajectoire conditionnelle pour les taux directeurs, sans se préoccuper continuellement de sa prochaine rencontre de politique monétaire. Les modifications de la politique monétaire pourraient alors se faire d'une façon graduelle et prévisible qui ne serait modifiée que lorsque de nouvelles informations changeraient significativement les perspectives économiques ou le jugement des autorités monétaires. Un renversement soudain de politique monétaire similaire à ce que nous avons observé cette année deviendrait beaucoup moins probable dans ce cadre. Plutôt que de se précipiter en juin pour préparer les marchés à une hausse de taux, la BdC aurait pu opter pour le *statu quo* en juillet, mais signaler, par exemple, que la bonne performance de l'économie canadienne l'amenait maintenant à anticiper que le taux cible du financement à un jour pourrait remonter jusqu'aux environs de 1,50 % vers la fin de 2018. Après ce message clair qui aurait permis aux marchés de s'ajuster, la BdC aurait pu attendre à la rencontre d'octobre pour procéder à une première hausse, en plus de revoir ses perspectives pour le PIB, l'inflation et les taux directeurs à moyen terme. À notre avis, une telle façon de faire serait beaucoup plus appropriée à l'incertitude à laquelle font maintenant face les banques centrales. Dans le contexte actuel, la grande question pour la BdC devrait être de savoir vers quel niveau approximatif elle devra amener les taux directeurs à moyen terme et non si la prochaine hausse devrait être décrétée en octobre, en décembre ou en janvier.

Mathieu D'Anjou, CFA, économiste principal

¹ Discours prononcé par Janet Yellen le 26 septembre 2017 : [Inflation, Uncertainty, and Monetary Policy](#), 59th Annual Meeting of the National Association for Business Economics, *Prospects for Growth: Reassessing the Fundamentals*, Cleveland, Ohio.