

Trouver l'équilibre entre risque d'inflation, tensions commerciales et perspectives de croissance

Bienvenue à un autre épisode de « Any Given Quarter ». Je suis votre animateur, Ali Jaffery, économiste en chef et associé chez KPMG Canada. Nous sommes le 2 septembre et, encore une fois, nous vous avons préparé tout un épisode. Nous allons plonger dans l'économie canadienne, parler de la Banque du Canada — c'est jour de décision aujourd'hui —, du commerce et des mesures de rétorsion, puis de certains développements sur le marché obligataire mondial. Je suis accompagné de plusieurs invités de notre équipe.

Aujourd'hui, j'accueille Paul Beaudry, professeur d'économie de longue date à l'Université de la Colombie-Britannique. Paul a occupé des postes dans plusieurs universités prestigieuses partout dans le monde, notamment à Oxford et au MIT. Il a aussi été sous-gouverneur à la Banque du Canada, où nos parcours se sont croisés pendant un certain temps. Cet automne, il deviendra en quelque sorte une importante exportation canadienne puisqu'il part à la Banque d'Angleterre dans le cadre d'une bourse de recherche. Bienvenue au balado, Paul.

Merci de m'avoir invité, Ali. Alors Paul, comme je le disais, la Banque du Canada a rendu sa décision aujourd'hui. Entrons tout de suite dans le vif du sujet. Donc, c'était une décision plutôt inhabituelle. Le gouverneur a semblé adopter un ton un peu plus ferme.

La Banque a bien sûr maintenu les taux inchangés. Que pensez-vous de la décision et de la communication connexe? La décision elle-même n'est pas vraiment surprenante. Les marchés s'attendaient largement à un statu quo aujourd'hui, et une autre décision aurait été étonnante. Par contre, la conférence de presse était vraiment intéressante et elle a apporté beaucoup d'information.

Comme vous l'avez dit, le ton était assez ferme. La Banque a soupesé les différents risques, mais en quelque sorte, compte tenu de la croissance raisonnable que nous avons connue récemment au Canada dans plusieurs secteurs et de certains droits de douane, elle a vraiment insisté sur les risques d'inflation. Surtout, elle a lié ce risque d'inflation à la possibilité que les prix du pétrole restent élevés plus longtemps. Ce qui m'a un peu surpris, c'est à quel point le message était appuyé. On est revenu plusieurs fois sur l'idée que le principal risque qui nous préoccupe, c'est vraiment que les prix du pétrole restent élevés. En même temps, le gouverneur Macklem a clairement souligné que si on retire les prix de l'essence de l'IPC, l'inflation est à 2,2 %.

Le Canada n'a pas de problème d'inflation généralisée. Si on compare avec les États-Unis, l'inflation y est beaucoup plus généralisée, même si l'on s'en tient aux mesures de base, qui sont supérieures à 2 %. Au Canada, on est très près de 2 % depuis un bon moment, et on l'est encore.

Donc, le ton est très ferme face à cette situation particulière, à savoir que le conflit en Iran s'éternise et que les prix du pétrole semblent rester élevés plus longtemps. On craint que ça finisse par avoir des répercussions plus larges sur l'économie, même si, pour l'instant, il y a très peu de signes que c'est le cas — et c'est là l'élément important.

Le gouverneur a vraiment insisté là-dessus. J'ai trouvé ça intéressant parce que ça faisait écho à certaines discussions qui ont lieu en Europe ces temps-ci. C'est une façon assez semblable de voir les choses : si un choc n'est pas transitoire, on ne le traite pas de la même façon. Si le prix du pétrole augmente et reste élevé, ça semble vouloir dire qu'il faut presque relever les taux mécaniquement pour contrer cet effet. C'est assez différent du discours qu'on entendait auparavant, où l'idée était qu'on pouvait peut-être faire abstraction de ce genre de facteur.

Le gouverneur n'a pas vraiment évoqué cette possibilité, même si cela aurait eu un effet modérateur sur les prix. Pour moi, c'est un changement important dans la façon de voir la fonction de réaction de la Banque. Aujourd'hui, on a donc appris quelque chose de nouveau sur cette fonction de réaction. J'ai trouvé le discours très important. C'est le genre de message sur lequel je dois encore réfléchir un peu; je suis encore en train d'en tirer les implications.

N'oublions pas que nous parlons à peine quelques heures après la conférence de presse. C'est intéressant que vous mentionniez cette touche européenne et cette hausse prudente de la BCE. Juste après la décision, j'échangeais avec un courtier en valeurs et il m'a dit : « Ça ressemble à une hausse symbolique, comme celle de la BCE, et une hausse pourrait très bien avoir lieu en octobre. » Je

ne suis pas d'accord avec ça. Pour toutes les raisons que vous avez mentionnées. L'inflation sous-jacente reste assez modérée, même la proportion des composantes dont le taux dépasse 3 % est en baisse, pas en hausse.

Ce n'est donc pas tant qu'on n'a pas observé d'élargissement, mais plutôt qu'on a observé un rétrécissement. Ce n'est pas un mouvement énorme, mais la tendance va dans l'autre sens. Alors je suis un peu perplexe. Est-ce que la Banque laisse entendre que des hausses de taux sont imminentes? Est-ce simplement une façon de signaler les risques?

Comment voyez-vous la trajectoire à court terme? J'ai vraiment eu l'impression qu'une hausse des taux était possible dès la prochaine décision. Encore une fois, j'ai trouvé le ton très ferme. Ce point a été évoqué à plusieurs reprises. Le gouverneur a même semblé valider certaines attentes du marché, que je trouvais plutôt extrêmes. Le marché anticipe déjà plusieurs hausses au cours de la prochaine année, et il n'a pas vraiment cherché à tempérer ces attentes.

Le message ressemblait plutôt à : « Peut-être qu'on en aura besoin. Il faudra voir comment la situation évolue. » Évidemment, il ne dit pas que ces hausses auront lieu, mais il s'est montré très ouvert à cette possibilité. C'était presque comme s'il disait : « Si les prix du pétrole restent élevés, il faudra relever les taux. » C'est ce que je voulais dire par un changement dans le discours, plutôt qu'une simple analyse plus classique des possibilités, si la situation ne s'aggrave pas. Il a fait preuve de prudence, donc je ne veux pas dire que tout repose entièrement sur l'aggravation de la situation, mais il a accordé beaucoup d'importance à l'idée que, aussi longtemps que les prix du pétrole restent élevés, une hausse des taux pourrait s'avérer nécessaire. Comme nous le disons, c'est davantage le genre de

discours qu'on entend en Europe, avec cette idée que l'Europe, que la BCE pourrait relever ses taux. C'est une pratique à laquelle elle a davantage eu recours par le passé.

Si on remonte à la période de 2021 et au début de 2022, on parlait beaucoup de chocs temporaires et de l'idée de ne pas en tenir compte seulement s'ils étaient temporaires. Il s'agissait vraiment d'un discours typique de la BCE. Le raisonnement était en gros : « On peut passer outre uniquement si c'est temporaire ». L'autre façon de voir les choses, c'est qu'une hausse ponctuelle du prix de l'essence qui reste à ce niveau pendant longtemps peut faire monter l'inflation une fois, sans nécessairement déclencher tout un processus. Ensuite, l'inflation devrait revenir vers 2 %. C'est l'approche classique qui consiste davantage à « faire abstraction ». Aujourd'hui, cette possibilité semblait beaucoup moins présente.

Si le choc est persistant, même à un certain niveau, la Banque semble vouloir réagir plus fermement. Il faut quand même faire attention de ne pas mener une sorte de dernière bataille, en se disant qu'on n'a pas agi en 2021, alors on doit le faire maintenant. C'est peut-être là qu'entre l'idée d'une hausse prudente. L'autre côté de la médaille, c'est l'engagement réel et général : « On tient vraiment à notre cible de 2 %. » Le ton ferme sert aussi à montrer qu'il ne faut pas interpréter la situation comme un relâchement de cet engagement. Mais j'ai trouvé le ton très ferme et assez différent de ce qu'on avait entendu auparavant. Pour moi, c'est un changement important dans la fonction de réaction.

Je trouve cela inhabituel. Je m'attendais franchement au contraire. Je pensais que la Banque serait un peu plus accommodante; je l'ai même écrit ce matin. Le communiqué, lui, me semblait plus équilibré. On y parlait

beaucoup des risques liés au commerce et à l'incertitude, mais aussi d'une situation de départ plus solide.

L'économie a clairement mieux fait au deuxième trimestre et probablement au troisième, mais quand on met en balance les deux forces dont parle la Banque — d'un côté les prix plus élevés de l'énergie, de l'autre l'incertitude commerciale —, je comprends comment elle présente le premier risque, mais que fait-on du deuxième? On est sur le point d'officialiser des droits de douane de rétorsion contre les États-Unis. Le taux tarifaire effectif des États-Unis est maintenant d'environ 7 %, et le nôtre à leur égard va monter à environ 6 %. Ils pourraient riposter à nouveau. Ce qu'on a vu jusqu'ici n'est probablement pas un choc énorme pour l'économie.

Le gouverneur l'a lui-même laissé entendre, et la Banque partage ce point de vue. Mais il pourrait y avoir d'autres rebondissements. Comment conciliez-vous ce risque avec le message que le gouverneur a envoyé aujourd'hui? Encore une fois, je suis d'accord avec vous : le communiqué était plus équilibré et mettait les deux risques en parallèle. Mais pendant la période de questions, le discours était beaucoup plus unilatéral. Le gouverneur a surtout insisté sur le fait que les effets directs de ces nouveaux droits de douane sont très faibles, ce avec quoi on est assez d'accord.

En revanche, ça minimise un peu le risque supplémentaire créé par la situation. Même du côté des consommateurs, on entend constamment parler de guerre commerciale; ce n'est pas très rassurant pour les consommateurs. La consommation a été assez solide au dernier trimestre, dans l'ensemble, mais est-ce que tout ça pourrait la ralentir ou peser sur certains secteurs? Je pense qu'il y a plusieurs risques. Comme on en a déjà parlé, l'ACEUM a été une protection importante pour l'économie

canadienne, et la situation soulève maintenant beaucoup de questions quant à son avenir.

Ça ajoute de l'incertitude. On ne pense pas que les nouveaux droits de douane, à eux seuls, représentent un choc majeur. Il faut quand même se rappeler que certains secteurs seront très durement touchés et que des gens vont en souffrir; je ne veux surtout pas minimiser ça. Mais à l'échelle de l'économie canadienne, ce n'est pas si grave. Par contre, l'incertitude a augmenté.

Même si on a connu un bon trimestre — une sorte de rebond après une assez longue période de faiblesse, et on remonte un peu la pente — l'évolution reste incertaine. J'ai trouvé que le gouverneur minimisait beaucoup cette incertitude par rapport au risque d'inflation. Du moins pendant la période de questions, il semblait y accorder plus d'importance. Je pense qu'il ne voulait pas passer outre ce point. On l'a un peu mis au pied du mur à ce sujet, et il n'a pas tenu à se prononcer. Je ne pense pas que c'était un malentendu.

À mon avis, le message était délibéré : les risques sont davantage du côté de l'inflation et d'un ralentissement de l'économie. Oui, justement, j'allais vous demander si ça pouvait être une erreur de communication. La Banque en a commis quelques petites par le passé, par exemple en octobre 2025, quand elle a dit que c'était presque terminé; le marché avait réagi très fortement. Elle avait ensuite un peu nuancé le message, mais vous avez peut-être raison, c'est peut-être vraiment un changement de position. On verra. Je trouve quand même ça déroutant, parce que les prix de l'essence n'ont pas beaucoup réagi, même avec les tensions, les marges de raffinage et les produits raffinés. Ils restent bas et assez stables.

Aux États-Unis, ils continuent même de baisser au quotidien. Si on regarde

simplement les données quotidiennes non désaisonnalisées, ça donne une assez bonne indication de la direction que prendront les prochaines lectures de l'IPC. Réagir à ce risque enverrait donc, à mon avis, un signal très fort, alors que les données ne vont pas dans cette direction. Pensez-vous que le gouverneur soit limité dans ce qu'il peut dire au sujet du risque lié à l'ACEUM? Vous étiez dans la salle, Paul. Je ne pense pas qu'il y ait vraiment de contrainte. Parler des risques, c'est tout à fait normal pour la Banque, et je ne pense pas que cela pose problème.

Le gouverneur a déjà abordé ce sujet. Il répète souvent qu'on évolue dans un monde très incertain. Je dirais même que certains discours passés ont peut-être trop insisté sur l'incertitude par rapport à ce qu'on observait réellement. Je ne vois donc pas de problème à en parler. Il a aussi exprimé assez clairement le souhait d'en arriver à un nouvel accord commercial. Je ne pense pas qu'il soit très limité dans ce qu'il peut dire quant à la suite des choses.

Son rôle, c'est d'interpréter l'économie, de comprendre ce qui se passe et d'expliquer comment il voit les choses pour l'avenir. Mais je pense vraiment que le discours a changé. C'est ce qui m'a le plus frappé. On n'a jamais envisagé l'idée qu'il pourrait simplement s'agir d'un phénomène ponctuel. Le discours habituel, c'est que si le prix de l'essence monte puis reste à ce niveau, l'inflation augmente pendant un certain temps, mais cet effet finit par disparaître et les prix reviennent à la normale.

Autrement dit, même si le niveau plus élevé des prix persiste longtemps, voire de façon permanente, on peut parfois choisir d'en faire abstraction. Cette possibilité était pratiquement absente de la discussion aujourd'hui. Pour moi, c'est un changement important. Certaines banques centrales ont

déjà tenu ce type de discours par le passé, d'autres ont adopté une approche différente. Ce que j'ai entendu aujourd'hui me donne l'impression que la Banque du Canada penche davantage vers une réaction au risque, ou vers ce que vous appelez une hausse prudente. Il faut aussi dire que plusieurs banques centrales indiquent actuellement une probabilité croissante de hausses des taux.

Il y avait peut-être une certaine pression qui poussait à se dire : « Soyons prudents. Pouvons-nous être la seule banque centrale à ne pas relever ses taux alors que les autres le font? Comment cela serait-il interprété? » Je ne sais pas exactement quel poids ça a dans la décision. Je ne pense pas que ce soit un facteur déterminant, mais il y a une dimension sociologique liée aux hausses des taux d'intérêt et aux messages qui en découlent, et plusieurs banques centrales laissent entendre que les taux pourraient augmenter. La Banque du Canada a envoyé un message qui, à mon avis, est en phase avec celui des autres banques centrales actuellement, à savoir que les taux vont augmenter.

Pourtant, surtout si on compare avec les États-Unis, je ne pense pas qu'on ait actuellement un problème d'inflation au Canada. Tous les éléments ne sont pas réunis, et nous avons beaucoup plus de marge de manœuvre dans l'économie canadienne. Le gouverneur l'a d'ailleurs reconnu, et celle-ci pourrait encore augmenter avec les ajustements à venir. C'est donc difficile à concilier, mais je peux comprendre certaines forces qui poussent dans cette direction. Moi aussi, je reste perplexe.

Poussons l'hypothèse un peu plus loin, Paul. Supposons que la Banque s'oriente vers une hausse prudente, ou une hausse symbolique comme certains acteurs du

marché l'appellent, d'ici la fin de l'année ou le début de l'an prochain. Imaginons que l'incertitude liée à l'ACEUM demeure, que les prix de l'essence ou de l'énergie restent élevés — même si ça ne correspond pas aux calculs — et que certaines mesures des attentes d'inflation restent élevées. Je suppose que c'est aussi ce que la Banque constate dans certains sondages. Est-ce que ce serait une erreur? Pour l'instant, l'économie canadienne se porte plutôt bien. Si ça continue comme ça, on est corrects. Mais je le disais, il reste beaucoup d'incertitude et plusieurs ajustements à faire pour soutenir l'économie.

Le gouverneur le répète : la politique monétaire ne peut pas tout faire. En ce moment, garder les taux relativement bas pour aider l'économie pendant qu'on s'adapte à tous ces changements me paraît important. Je pense que cette approche nous a bien servis jusqu'ici. On est revenus à une phase de croissance. Au dernier trimestre, les chiffres n'étaient pas seulement solides dans l'ensemble : ils l'étaient dans tous les secteurs. Il s'agissait vraiment d'une belle reprise. Les investissements et la consommation ont augmenté.

La reprise ne provenait pas seulement de quelques secteurs. Elle était vraiment très généralisée, et c'était encourageant. Pour continuer sur cette lancée malgré les difficultés supplémentaires — surtout l'incertitude —, je ne pense pas qu'on ait besoin de relever les taux d'intérêt. Cela dit, une seule hausse de 0,25 %, ou 25 points de base, ne changerait pas radicalement les choses. Ce qui deviendrait beaucoup plus problématique, ce serait une série de deux ou trois hausses, comme une partie du marché semble l'envisager. Là, ce serait très différent.

En partant de cette hypothèse, s'il s'agissait seulement d'une hausse de 25 points de

base supplémentaires, qui rapprocherait un peu le Canada des taux observés ailleurs, je ne dirais pas que ce serait une grave erreur. Elle pourrait même avoir une valeur symbolique, comme vous le dites, en montrant que la Banque est vraiment déterminée à ne pas laisser la situation dérapier. Il pourrait donc y avoir un certain avantage. Par contre, si ce raisonnement se prolongeait et menait à des hausses importantes dans le contexte actuel, là, je pense que ce serait davantage une erreur. Je peux comprendre l'idée d'une seule hausse pour montrer sa position et réaligner le taux, mais je continue de penser que le marché surévalue le nombre de hausses pour l'année prochaine.

Franchement, je crois que les données vont finir par montrer que ces attentes sont erronées. Si on examine de plus près l'inflation canadienne, l'inflation liée au logement continue de ralentir et les loyers continuent de baisser. On observe un petit mouvement du côté des prix des maisons, mais ils continuent de freiner la croissance globale des prix. La croissance des salaires est correcte, sans être exceptionnelle. Il y a certaines poches de vigueur dans l'Ouest canadien et dans les provinces de l'Atlantique, où l'on constate une légère surchauffe, mais l'Ontario et le Québec affichent clairement une capacité excédentaire.

Les taux de chômage sont nettement plus élevés qu'avant la pandémie. Oui, l'activité reprend, mais elle repart de bas. Le taux d'emploi a remonté, mais il reste environ 1,5 point de pourcentage sous son ancien niveau et probablement un bon point sous la tendance. Même sans le choc d'incertitude lié aux tensions commerciales — qui pourraient encore s'aggraver ou non —, je trouve qu'il est trop tôt pour parler de hausses. On verra bien. C'est encore tôt, comme vous l'avez mentionné.

Passons maintenant au sujet du commerce. On a vécu une série d'événements assez chaotiques : le Canada semblait près d'une entente avec les États-Unis, puis les pourparlers ont échoué, et on se retrouve maintenant avec un taux tarifaire effectif plus élevé. Comment interprétez-vous l'échec des négociations? Et que pensez-vous des mesures de rétorsion du Canada? Je vois deux aspects à considérer ici.

D'abord, c'est difficile d'avoir une image complète de ce qui s'est passé dans la salle : les tensions, ce qui a été dit entre les différentes parties, les éléments plus techniques qui ont mené à l'échec. Il y a aussi des enjeux plus importants, qui peuvent être interprétés comme des atteintes à la souveraineté dans différents domaines. On ne sait pas exactement quels facteurs ont pesé le plus lourd ni dans quelle mesure chacun a contribué à l'échec des négociations. Mais il y a clairement une attitude très ferme, très agressive de la part des États-Unis, qui cherchent à faire pression sur le Canada pour qu'il accepte une position qui ressemble beaucoup à celle d'un État vassal. C'est cet aspect qui me semble particulièrement préoccupant. Et c'est très difficile de savoir quelle est la meilleure façon de réagir face à l'administration Trump. Une chose qu'on doit montrer, c'est que nous sommes plus forts : ce n'est pas qu'on peut leur faire autant de mal qu'ils peuvent nous en faire; le rapport de force n'est pas le même.

Mais on peut montrer qu'on est prêts à en subir les conséquences. Parfois, dans ce type de négociation, la seule chose qu'on peut faire est de montrer qu'on est prêts à accepter certaines conséquences et que ce ne sera pas non plus un cadeau pour eux. On voit cette dynamique dans d'autres conflits entre petits et grands pays dans le monde. Les droits de douane de rétorsion servent aussi à envoyer ce signal : « Ces mesures vont vous faire mal, elles vont

nous faire mal aussi. » Ce n'est pas facile. Mais le message, c'est qu'on peut le faire, qu'on est prêts à tenir le coup et qu'on reste unis. Et quand on regarde l'opinion publique en ce moment, il y a un réel appui à cette position.

Les gens semblent prêts à accepter une partie des conséquences et à passer à l'action. La question est de savoir si, au final, ces conséquences seront plus lourdes que ce à quoi on s'attendait. Cela reste à voir. Mais c'est le choix qu'on fait en empruntant cette voie. À l'inverse, si on ne montre jamais qu'on est prêts à accepter certaines conséquences, on invite presque l'autre à pousser encore plus loin. C'est là toute la difficulté.

On ne sait pas vraiment quelle est la meilleure façon de négocier avec l'administration Trump, mais je pense qu'il y a une logique derrière la stratégie actuelle. Et pour qu'elle fonctionne, il faut l'appui de la population. Si seul le gouvernement adoptait cette position, avec très peu de soutien populaire, le signal serait beaucoup moins crédible. On ne donnerait pas vraiment l'impression que le Canada est prêt à encaisser le choc. Pour l'instant, je pense que ce signal passe : le Canada est prêt à accepter certaines conséquences.

Combien de temps cet appui va durer et jusqu'où il ira? Je ne sais pas. On peut imaginer plusieurs scénarios. Le gouvernement a évidemment intérêt à maintenir cette position dans le contexte de négociations difficiles, et il bénéficie de l'appui de la population; là-dessus, je suis tout à fait d'accord. Ce qui m'inquiète, c'est qu'on semblait très près d'une entente. Je comprends qu'il y avait des enjeux non économiques importants — la souveraineté, les questions liées à la langue française —, mais on était vraiment près du but. Maintenant, on risque peut-être d'entrer dans un cycle d'escalade. On ne sait pas. Il

pourrait être difficile de récupérer ce que nous avons.

L'appui de la population pourrait s'effriter si les États-Unis décident de nous frapper très durement — ce qu'ils ont les moyens de faire. Ils pourraient très bien choisir cette voie. Évidemment, je n'étais pas dans la salle. On ne sait pas exactement ce qui s'est passé. Je suppose que les responsables canadiens disent la vérité, et leur version semble cohérente avec le signal très fort envoyé quelques jours plus tôt par Jamieson Greer et Dominic LeBlanc. Malgré tout, on était proches d'une entente. Ainsi, je comprends pourquoi le Canada s'est retiré quand les États-Unis ont changé les conditions à la dernière minute.

Mais les mesures de rétorsion peuvent aussi provoquer une nouvelle escalade. Vous avez raison, le gouvernement a l'appui de la population. Mais si, le 8 ou le 9 septembre, ou peu après, le représentant américain au Commerce lance une nouvelle série de mesures, que fait-on? Il faudra évaluer la situation étape par étape et voir comment les choses évoluent, notamment la mesure dans laquelle on est prêts à accepter certains ajustements. Vous avez tout à fait raison là-dessus. Mais il y a peut-être aussi un autre angle. À mon avis, certains dossiers seront très difficiles pour le Canada et on devra prendre position, car il est désormais clair qu'il y aura des conséquences.

L'un des principaux enjeux, c'est l'industrie automobile. C'est un enjeu majeur pour le Canada, et c'est aussi un enjeu majeur pour les États-Unis. Je pense que c'est là que se trouve une des grandes tensions. Il y a d'autres enjeux importants en arrière-plan, mais celui-ci mérite vraiment d'être suivi dans le temps. Pour moi, c'est le secteur que le président Trump veut utiliser pour montrer qu'il compte relancer la production automobile aux États-Unis.

Parmi toutes ses politiques commerciales, c'est probablement celle qu'il aimerait le plus présenter comme une réussite concrète. Si on compare avec le Mexique, par exemple, il n'est pas certain que les États-Unis veuillent vraiment rapatrier tous les emplois mexicains. Ce ne sont pas nécessairement les emplois qu'ils cherchent à recréer chez eux. Le domaine où ils pourraient réellement rapatrier des emplois, c'est dans l'assemblage automobile actuellement fait au Canada. Évidemment, ce serait coûteux pour le Canada et il faudrait voir comment on s'adapte.

Mais les États-Unis vont continuer de pousser dans cette direction; je pense que c'est vraiment au cœur de leur politique. Le Canada devra donc décider quelle place il veut donner à cette industrie, jusqu'où il veut la soutenir et dans quelle mesure il peut la réorienter ou l'ajuster. À mesure que la pression augmente sur le Canada pour qu'il réagisse, il faudra aussi voir ce qu'on est prêts à renégocier sur d'autres fronts. Et l'automobile est un gros morceau. Je ne veux surtout pas minimiser les répercussions : le sud-ouest de l'Ontario est très durement touché.

Mais ce dossier ne va pas se régler facilement. Dans plusieurs autres domaines, je vois des possibilités de progresser et de revenir à la table des négociations. Pour l'automobile, si on veut revenir à la table, il faudra vraiment savoir comment aborder la question. Et c'est très difficile. Ce qui est assez paradoxal dans tout ça, c'est que l'industrie automobile est en déclin depuis des décennies des deux côtés de la frontière. Elle ne représente qu'environ 0,5 % du PIB canadien, et aussi qu'une petite part de la production et de l'emploi aux États-Unis.

Sa part dans notre économie globale diminue donc structurellement. Bien sûr, il existe de nombreux arguments stratégiques

liés à résilience nationale sur lesquels s'appuient l'administration Trump et, implicitement, le Canada aussi. On veut conserver une certaine capacité de production pour fabriquer des biens qui pourraient nous être utiles en période de crise ou de conflit. Je comprends cette logique, mais ce n'est pas nécessairement un argument économique très fort. Pour ce qui est des conséquences sur notre économie, je suis d'accord avec vous : on en revient de plus en plus à cette question, en plus des enjeux non économiques liés à la souveraineté sur lesquels on n'a pas une vision tout à fait claire, mais qui sont bien réels et présents. Il faut déterminer quels compromis on est prêts à faire et reconnaître aussi l'ampleur des coûts économiques, qui n'ont pas vraiment fait partie de la discussion jusqu'ici.

Paul, supposons que nous y parvenions... J'aimerais ajouter une chose. Je suis tout à fait d'accord avec vous sur l'ampleur globale des coûts, je veux ramener ça à la perspective de l'administration Trump. Même si l'ampleur n'est pas si importante, cela peut servir de symbole. Prenons la taille de l'économie américaine. Imaginez que le président puisse dire : « On a ramené 70 000 emplois dans l'industrie automobile. » À l'échelle de l'économie américaine, c'est minuscule, mais comme message politique, ça paraît énorme.

Ce genre d'annonce pourrait, du point de vue de l'administration Trump, justifier une partie de sa politique. Donc, même si on adopte une vision plus nuancée et qu'on reconnaît que l'effet macroéconomique serait relativement petit, ce n'est probablement pas sous cet angle qu'il faut comprendre pourquoi l'administration y accorde autant d'importance. C'est leur stratégie : montrer que la politique fonctionne dans un secteur que tout le monde comprend et qui représente traditionnellement de « bons emplois »

manufacturiers. Il y a toujours eu, dans le secteur manufacturier, des emplois de toutes sortes, parfois moins qualifiés — le textile, par exemple —, mais l'automobile est depuis longtemps l'exemple par excellence des bons emplois manufacturiers. Donc, même si c'est à petite échelle, c'est un symbole auquel ils tiennent beaucoup.

Si on aborde les différents aspects géopolitiques, ce qui est étrange, c'est que je suis entièrement d'accord avec vous. L'idée que le Canada ait déjà représenté un risque pour les chaînes d'approvisionnement américaines est tout simplement hors de propos. Justement, pour les mêmes raisons, le Canada est un partenaire très important. On veut être un maillon fiable des chaînes d'approvisionnement américaines et on n'a rien fait qui aille dans le sens contraire. On hésite même beaucoup à imposer des droits à l'exportation, précisément pour ne pas changer cette perception.

J'ai donc du mal à croire que cela joue un rôle majeur. Je pense plutôt que le rôle symbolique de l'industrie automobile domine. Pour le Canada, c'est un peu des deux : on veut conserver certaines capacités, mais il est difficile d'imaginer suivre l'exemple de l'Australie et abandonner pratiquement toute l'industrie automobile. Je ne pense pas qu'on veuille aller aussi loin. Mais ça fera partie de la négociation, parce que les enjeux de souveraineté plus larges — par exemple, pouvoir conclure les accords commerciaux qu'on souhaite avec d'autres pays sans devoir constamment obtenir l'aval des États-Unis — sont probablement plus importants encore, et cela pourrait avoir des répercussions sur le secteur automobile. Oui, je suis d'accord. C'est clairement une position idéologique, notamment sur l'automobile, l'acier et certains produits précis.

L'administration y voit un avantage sur le plan de la sécurité nationale, ou une façon de répondre aux attentes d'un segment de sa base électorale. C'est évident. Paul, comment évaluez-vous la réaction politique du Canada face à tout cela? Le gouvernement a mis l'accent sur la diversification commerciale et s'est donné comme objectif de doubler les exportations vers les marchés autres que les États-Unis. Mais quelle marge de manœuvre budgétaire a-t-on pour absorber le choc s'il s'aggrave?

Sur ces deux fronts, on voit une politique qui essaie d'agir à plusieurs niveaux. Ça comprend les initiatives visant les produits phares, la réduction des délais de mise en marché, la conclusion de tous ces accords commerciaux et les efforts de diversification. On sait que la diversification est lente et coûteuse, mais elle commence à donner des résultats. On voit déjà quelques signes encourageants ici et là, de petits progrès qui vont dans le bon sens. On constate aussi, je pense, un état d'esprit plus positif dans le milieu des affaires au Canada, ce qui est également une bonne nouvelle.

Je pense que ça se reflète d'ailleurs dans certaines des nouvelles données sur la croissance au Canada. Je pense qu'il y a des évolutions positives à cet égard. En même temps, on essaie beaucoup de soutenir l'économie pendant cette transition, et la marge de manœuvre budgétaire reste limitée. Elle est déjà mise à contribution. Parfois de façon utile, parfois un peu moins.

Prenons la taxe d'accise sur l'essence. La garder plus basse pendant encore plusieurs mois coûte cher et ne contribue pas vraiment à l'ajustement structurel qu'on doit faire à long terme. Je comprends que les ménages subissent la hausse du prix de l'essence, mais on parle quand même d'une mesure qui coûte environ 2 milliards de

dollars. Peut-être que ces 2 milliards de dollars pourraient être utilisés plus efficacement dans des domaines qui facilitent justement l'ajustement structurel. C'est ce genre de choix qu'il faut examiner.

Et comme les Canadiens appuient actuellement cette politique, je pense que c'est le moment de leur dire : « Ça signifie que ceux qui s'en sortent bien devront accepter un certain coût. Ce ne sera pas toujours facile et vous allez peut-être continuer à payer l'essence plus cher, mais une partie de l'argent doit servir à soutenir les secteurs qui seront les plus touchés par les nouveaux droits de douane. » Comme on le disait, même si ces secteurs ne représentent qu'environ 5 % de nos exportations, ils vont subir un choc assez dur et auront besoin d'aide. Ces 2 milliards pourraient les aider à s'ajuster et à trouver de nouveaux marchés à l'étranger. Ça me semble être une utilisation beaucoup plus utile de cet argent. Je pense donc qu'il faut rationaliser davantage nos choix. Les Canadiens comprennent qu'il y aura un certain sacrifice à faire, et il faut en tirer parti pour aider l'économie à s'adapter. Une réduction générale des taxes sur l'essence n'est pas vraiment quelque chose qu'on peut se permettre en ce moment; une mesure beaucoup plus ciblée serait préférable.

Ce n'est qu'un exemple, pas la seule solution. Mais il y a quand même quelque chose de contradictoire à dire aux gens qu'il faut s'adapter et traverser une période difficile, puis à adopter une mesure fiscale générale alors qu'on est déjà en déficit. C'est un peu étrange. Oui, et ça atténue aussi l'impact des prix, ce qu'on ne veut pas nécessairement faire. Je sais que la demande d'essence réagit généralement assez peu aux variations de prix, mais si on subventionne le prix, on n'obtiendra aucun changement de comportement.

Ça n'aide pas. Donc, non seulement cette mesure coûte aux contribuables, mais je ne pense pas non plus que ce soit la meilleure réponse sur le plan des politiques. J'ai plaidé pour qu'on laisse cette mesure temporaire prendre fin. Mais bon, c'est comme ça. Heureusement, elle n'est pas prévue pour très longtemps.

Je ne veux pas en faire tout un plat; j'ai simplement l'impression que c'est le genre de compromis qu'on devrait éviter à ce stade-ci. C'est un bon exemple des discussions qu'on doit avoir : le Canada va devoir faire beaucoup d'ajustements, de différentes façons, pour traverser cette période. On va avoir besoin de soutien pour y arriver, et cet argent pourrait être mieux dépensé pour aider sur ces fronts. Comme vous le dites, la mesure est censée être temporaire. Mais on sait aussi que les mesures temporaires deviennent de plus en plus difficiles à retirer dès qu'on commence à les prolonger.

Les recommandations du FMI pour ce type d'intervention sur le prix de l'essence sont généralement très claires : il faut que ce soit ciblé et limité dans le temps. Ici, la mesure n'est pas vraiment ciblée puisqu'elle s'applique à tout le monde. Du côté de la durée, on commence déjà à l'étirer. D'autres pays se sont retrouvés dans cette situation : plus on laisse une mesure en place longtemps, plus il devient difficile de revenir en arrière. Oui, exactement. Et la nouvelle série de droits de douane prévue à l'article 338 élargit aussi les répercussions à l'ensemble du pays.

Ça reste relativement modeste, mais on va voir apparaître davantage de petites poches de tension — pas énormes, mais plus nombreuses. On va donc s'attendre à une réponse de la politique budgétaire, surtout si la situation s'aggrave. Et la Banque, comme on en parlait plus tôt, ne sera probablement pas là pour donner un coup

de main. Au contraire, elle pourrait même resserrer sa politique monétaire. C'est possible; on verra. Paul, laissons le Canada de côté un instant et regardons ce qui se passe sur les marchés financiers américains. La semaine dernière a eu lieu le célèbre symposium de Jackson Hole, où le président de la Fed prononce généralement — en fait, pratiquement toujours — un discours important de politique monétaire.

C'était le premier discours de Kevin Warsh à Jackson Hole comme président de la Fed. Quelle impression en avez-vous tirée? J'ai eu l'impression qu'une bonne partie du discours était un réajustement; un retour à l'idée qu'avec une inflation encore très élevée aux États-Unis, la Fed va devoir réagir, et qu'elle est prête à le faire. Qu'en pensez-vous? Je parlais effectivement de recalibrage, mais pas tout à fait dans les mêmes termes.

Depuis le début, Kevin Warsh dit qu'il se préoccupe de l'inflation et qu'il veut la freiner. Le changement ne porte donc pas tellement sur ce message-là; il le répète depuis son arrivée. Ce qui manquait, c'étaient des éléments plus concrets pour expliquer ce qu'il était prêt à faire et comment il voyait la situation. Le vrai changement, à mon avis, c'est qu'il prend ses distances par rapport à sa volonté initiale de donner très peu d'indications aux marchés et au public sur la suite. Et ça s'est vu de deux façons, dont une évaluation beaucoup plus claire de l'état de l'économie et des risques. Cette évaluation disait essentiellement que l'économie semble proche du plein emploi. Dans le cadre du double mandat de la Fed, ça revient à dire que l'objectif est déjà atteint.

Par contre, l'inflation reste au-dessus de la cible, et elle l'est depuis plus de 60 mois. C'est un problème. Ça dure depuis trop longtemps. Le constat est donc très clair. Et lorsqu'il ajoute que, si la situation perdure, «

nous avons du travail à faire », ce n'est qu'une façon de dire que si l'inflation demeure à ce niveau, la Fed relèvera les taux. C'est un changement assez net par rapport à sa volonté de départ de limiter l'information qu'il donnait.

Pour moi, c'est un virage important. À mon avis, c'est d'ailleurs ce qu'il aurait dû faire dès son arrivée : adopter une approche plus progressive et transmettre ce genre de message dès le départ. S'il souhaite ensuite réduire peu à peu la quantité d'information fournie, il peut le faire lentement et de façon cohérente, à mesure que les marchés comprennent mieux sa façon de penser. Avec le temps, ils auraient peut-être une idée de la fonction de réaction de Kevin Warsh; à ce moment-là, il pourrait en dire un peu moins et laisser le marché faire une partie du travail. Ce que j'ai encore du mal à comprendre, ce sont certaines de ses remarques précédentes selon lesquelles il ne faudrait pas trop parler, car sinon on n'obtiendrait plus d'information du marché.

J'ai vraiment de la difficulté à comprendre cet argument. Souvent, c'est justement en disant assez clairement ce qu'on pense qu'on peut observer la réaction du marché. Et si on est sur la mauvaise voie, cette réaction nous en apprend beaucoup : on dit quelque chose et le marché nous répond en quelque sorte « on n'aime pas ce que vous venez de dire ». Ça ne veut pas dire que le marché a raison ou tort. Ça veut simplement dire qu'on reçoit de l'information. Si vous communiquez votre analyse, mais que vous ne regardez pas comment le marché réagit, il manque une partie du processus. Le marché réagit beaucoup à l'information qu'on lui donne. Bref, j'étais content de voir Kevin Warsh revenir vers une approche plus transparente.

J'ai toujours pensé qu'il était sérieux dans sa volonté de ramener l'inflation à la cible et

de l'y maintenir. Je ne suis donc pas très surpris que ce soit ce qu'il cherche à faire. Cela dit, je pense — sans pour autant dire que ce soit nécessairement une mauvaise chose — qu'il s'est un peu piégé lui-même. S'il n'agit pas bientôt, tout ce discours sur la réduction de l'inflation sera encore perçu comme une première étape, une sorte d'acompte initial pour montrer qu'il prend l'inflation au sérieux. Avant, il en parlait sans vraiment donner de détails. Maintenant qu'il a fourni plus d'information, c'est un peu plus concret.

Je dirais donc que la prochaine décision est vraiment à surveiller. S'il ne va pas dans cette direction et que l'inflation reste au niveau actuel aux États-Unis, des questions de crédibilité pourraient très bien surgir. Ça rend la situation particulièrement délicate parce que la décision arrive juste avant les élections de mi-mandat. Une hausse de taux à ce moment-là crée forcément une tension. En même temps, s'il veut vraiment montrer son indépendance, c'est aussi une façon très claire de le faire. Tout à fait. Ce n'est donc pas une décision facile.

D'après ce que j'ai vu hier, le marché évaluait à environ 60 % la probabilité d'une hausse en septembre. La vraie question est donc : s'il ne relève pas les taux, que se passera-t-il sur le marché des obligations du Trésor à long terme? C'est un sujet qui retient énormément l'attention, comme vous le savez, Paul, surtout du côté des obligations à 30 ans. Il y a plusieurs façons d'interpréter ce qui se passe sur l'ensemble de la courbe. Il y a l'inflation plus élevée, les inquiétudes entourant la situation budgétaire aux États-Unis, et aussi des préoccupations croissantes quant à la crédibilité de la Fed.

Qu'est-ce que la Fed va faire? On pourrait dire que le marché a un peu « puni » la Fed. Il y a aussi eu beaucoup de concurrence de la part d'émissions de sociétés de très

grande qualité, notamment les grandes sociétés technologiques. Comment interprétez-vous la hausse des rendements des titres du Trésor? Est-ce qu'il y a quelque chose là-dedans qui vous inquiète?

Oui, ça m'inquiète, mais pour une raison un peu différente. D'abord, je pense que l'on comprend encore assez mal ce qui se passe, surtout dans le segment des obligations à 30 ans. Et il y a une dynamique qui peut s'autoalimenter. S'il y a plus d'incertitude sur le segment à 30 ans, la prime à terme a tendance à augmenter parce que les investisseurs savent moins à quoi s'attendre. Donc, ce n'est pas seulement une question de situation budgétaire ou de concurrence entre différents émetteurs.

Il y a tout simplement beaucoup d'incertitude autour de ce marché à 30 ans. Certains investisseurs deviennent alors moins tolérants au risque, et les rendements montent. Ce n'est pas très surprenant. Ce qui m'inquiète davantage au niveau où on se trouve maintenant, c'est la situation classique que les économistes décrivent par « r supérieur à g ». Autrement dit, les taux d'intérêt commencent à dépasser le taux de croissance de l'économie. On peut faire le calcul en termes réels ou nominaux; ici, je vais rester en nominal. La croissance nominale est peut-être proche de 5 %, ou un peu en dessous, donc autour de 4 et quelques pour cent.

Et tout à coup, les taux d'intérêt nominaux se retrouvent dans la même fourchette. Or, quand le taux d'intérêt est inférieur au taux de croissance, beaucoup de problèmes budgétaires ont tendance à se résorber d'eux-mêmes avec le temps. C'est une des raisons pour lesquelles on a vu les déficits budgétaires exploser un peu partout dans le monde. Pendant très longtemps, les taux d'intérêt ont été faibles par rapport à la

croissance; pendant environ 20 ans. La situation était particulièrement marquée au cours des dix dernières années. Pendant la pandémie de COVID, on pensait vraiment qu'on pouvait accumuler une dette importante sans trop s'en préoccuper parce que les taux d'intérêt restaient largement inférieurs au taux de croissance. Mais tout à coup, on entre dans une phase où le taux d'intérêt rejoint pratiquement le taux de croissance.

On franchit donc le seuil à partir duquel la dette commence à s'accumuler de façon exponentielle. Si on se penche sur l'expérience du Canada dans les années 1990, au moment de la crise budgétaire, c'est exactement ce qui s'est produit : les taux d'intérêt sur les obligations canadiennes ont commencé à dépasser le taux de croissance de l'économie. À ce moment-là, on réalise que les comptes ne s'équilibreront plus à long terme. On est tout près de cette limite, et ça m'inquiète. La question est de savoir si ça va amener davantage de discipline budgétaire dans différents pays alors qu'on essaie de résoudre ce problème.

Encore une fois, ce n'est pas comme si, à l'heure actuelle, on pouvait vraiment le savoir. Même sur le segment à long terme de la courbe, l'interprétation n'est pas simple : il faut distinguer ce qui vient de la prime à terme, des taux d'intérêt attendus et de l'inflation attendue. Cette décomposition entre la prime et la trajectoire anticipée dépend beaucoup de la façon dont on la mesure. Ce n'est pas quelque chose qu'on observe directement. Ça repose sur certains modèles de calcul.

Ce sont des questions difficiles. On n'a donc pas encore d'interprétation claire de ce qui se passe exactement sur le segment à long terme, mais je trouve ça préoccupant pour la viabilité budgétaire. Le problème touche beaucoup de pays. De nouvelles

tensions budgétaires peuvent apparaître précisément dans ce genre de contexte, et on pourrait voir un véritable dérapage. Donc oui, ça m'inquiète, même si je ne sais pas exactement quelle force sous-jacente est le principal moteur en ce moment. Toutes les hypothèses qu'on vient d'évoquer sont plausibles; il faut maintenant essayer de démêler leur importance relative.

Ce qui m'inquiète encore plus, c'est la réaction du Trésor, qui essaie en quelque sorte de contrer ces signaux fondamentaux. Vous parliez de l'ajustement budgétaire qui doit être effectué, mais on ne voit pas vraiment de volonté de le faire. Le Trésor a plutôt recours à des tactiques qui ne fonctionnent pas très bien. Est-ce que ça risque d'aggraver le problème, ou est-ce juste une tempête dans un verre d'eau? J'irais même un peu plus loin, parce que je trouve la situation assez étrange.

On a eu deux discours très différents en même temps. D'un côté, Kevin Warsh expliquait à quel point il voulait laisser le marché s'exprimer, parce qu'il contient beaucoup d'information et qu'il faut vraiment en tirer des enseignements. Puis, de l'autre, le secrétaire au Trésor, Scott Bessent, est intervenu pour dire : « Nous pensons que le marché se trompe, qu'il interprète mal ce qui se passe dans le segment à long terme. Il faut intervenir pour rétablir la situation et lui faire comprendre qu'il n'y a pas ce gros problème dont il devrait s'inquiéter. » Ce sont deux discours presque opposés, alors que le marché, lui, fonctionne plutôt bien. Alors, entendre quelqu'un comme Scott Bessent affirmer que le marché se trompe est assez surprenant.

Ce n'est pas vraiment dans ses habitudes de voir les choses ainsi. Bien sûr, un marché peut se tromper, et on peut imaginer des cas où un gouvernement serait beaucoup plus avisé, mais ce n'est généralement pas le cas. Dans ces cas-là,

une intervention peut avoir du sens pour essayer de corriger les choses. Mais ici, je ne vois tout simplement pas l'intérêt. Le cas me semblait assez simple, et c'est justement pourquoi je pense que ça s'est retourné contre eux : il n'y avait pas d'argument convaincant pour expliquer en quoi le marché se trompait complètement.

Pourquoi? Sur quoi vous basez-vous? On ne voit aucun signe de la discipline budgétaire que vous aviez dit vouloir mettre en place. On voit plutôt davantage de dépenses et des déficits plus importants. Le marché soulève donc exactement ces questions. En même temps, il y avait aussi des interrogations sur le plan monétaire : est-ce qu'on allait vraiment lutter sérieusement contre l'inflation?

Une idée circulait — plusieurs personnes l'ont évoquée, je pense — selon laquelle la Fed pourrait accepter que l'inflation se maintienne entre 2,5 % et 3 %, sans essayer de la ramener à 2 %. Tout ça faisait partie du contexte et contribuait, à mon avis, à faire monter les rendements. Donc, le fait que le secrétaire au Trésor soit intervenu de cette façon m'a paru assez étrange, et le message s'est retourné contre lui. Je ne pense donc pas que ça renforce sa crédibilité. En effet.

Je pense qu'on a couvert beaucoup de sujets. Je vais m'arrêter là. Merci beaucoup, Paul, de vous être joint à nous pour cet épisode de « Any Given Quarter ». N'hésitez pas à aimer et à partager l'épisode ainsi qu'à vous abonner. Au plaisir de vous retrouver la prochaine fois.

Tout le plaisir est pour moi, Ali.