



BANQUE DU CANADA

---

## **La politique monétaire et la conjoncture économique actuelle**

Allocution prononcée par

Gordon G. Thiessen  
gouverneur de la Banque du Canada

devant le

*Canadian Club*  
Winnipeg (Manitoba)  
le 29 avril 1994

Ne pas publier avant le 29 avril 1994  
12 h 45, heure avancée du centre  
(13 h 45, heure avancée de l'est)

---

Allocution prononcée par Gordon G. Thiessen  
gouverneur de la Banque du Canada  
devant le *Canadian Club*  
Winnipeg (Manitoba)  
le 29 avril 1994

---

### La politique monétaire et la conjoncture économique actuelle

Je suis heureux d'avoir été invité à prononcer aujourd'hui à Winnipeg l'une de mes premières allocutions en tant que gouverneur de la Banque du Canada. Je pense que le moment est bien choisi pour traiter de l'objectif qui a été établi pour la politique monétaire canadienne. J'aimerais également donner le point de vue de la Banque du Canada sur la conjoncture économique et vous parler notamment de l'évolution récente des marchés financiers.

### L'objectif et les cibles arrêtés pour la politique monétaire

Commençons par l'objectif de la politique monétaire. Celui-ci continue d'être la stabilité des prix; autrement dit, la politique monétaire cherche à empêcher l'inflation de miner la valeur de la monnaie que nous utilisons au Canada. Mais cet objectif n'est pas une fin en soi, je tiens à insister sur ce fait; c'est plutôt un moyen d'obtenir de bons résultats économiques, c'est-à-dire d'améliorer le niveau de vie des Canadiens.

Mais pourquoi la stabilité des prix est-elle si importante pour la bonne tenue de l'économie? Comme nous l'avons constaté au cours des vingt dernières années, une inflation qui persiste a des effets de plus en plus nocifs sur le bon fonctionnement de l'économie. Parce que l'inflation augmente l'incertitude qui entoure l'avenir, les ménages et les entreprises ont plus de difficulté à prendre des décisions judicieuses concernant des projets d'épargne et d'investissement à long terme. Lorsqu'il y a stabilité des prix, cette importante source d'incertitude disparaît; de plus, il n'est plus nécessaire pour qui que ce soit de consacrer temps et argent à se prémunir contre les effets de l'inflation. Pour ces raisons, la stabilité des prix contribue à rendre l'économie plus efficiente. En outre, une politique résolument axée sur la stabilité des prix est susceptible d'atténuer l'amplitude et l'étendue des fluctuations cycliques dans l'économie et de favoriser une croissance économique soutenue sur de longues périodes. Enfin,

la stabilité des prix supprime les iniquités que l'inflation engendre, lesquelles tiennent au fait que certains groupes de la société ne peuvent pas se protéger contre des augmentations généralisées et continues des prix.

Voilà donc les raisons pour lesquelles la stabilité des prix est l'objectif que vise la politique monétaire. Cet objectif a d'ailleurs été réaffirmé dans la déclaration faite conjointement par le gouvernement et la Banque du Canada au moment de ma nomination au poste de gouverneur, en décembre dernier. La Banque du Canada attache une très grande importance à cette déclaration, car celle-ci précise non seulement l'objectif dont il a été convenu pour la politique monétaire, mais aussi les fourchettes d'évolution à l'intérieur desquelles nous chercherons à contenir l'inflation d'ici 1998. À l'heure actuelle, nous entendons maintenir le taux d'inflation dans une fourchette allant de 1 1/2 à 3 1/2 %. Les limites de la fourchette cible seront abaissées à 1 et à 3 % d'ici 1995 et ne varieront plus par la suite jusqu'en 1998.

Permettez-moi d'expliquer brièvement ce que signifie pour nous la maîtrise de l'inflation. Ce qui intéresse la Banque, c'est faire en sorte que le taux tendanciel d'inflation se maintienne à l'intérieur des fourchettes cibles. Nous appelons taux tendanciel d'inflation le mouvement continu du processus de croissance des prix et des coûts.

Il peut arriver que des variations de l'indice des prix à la consommation, qui est utilisé pour mesurer l'inflation, soient attribuables à des facteurs dont les répercussions sur le niveau des prix ne sont que temporaires, ou ponctuelles, et n'influencent pas fondamentalement le mouvement de l'inflation. La réduction des taux d'imposition du tabac, qui a fait fléchir le taux d'inflation mesuré par l'IPC à 0,2 %, en est un exemple. Mais le taux tendanciel d'inflation n'est pas aussi bas que 0,2 %. Et tant que des phénomènes comme cette baisse d'impôt ne se traduisent pas par un changement de la tendance de l'inflation, la Banque du Canada n'a pas à intervenir. L'essentiel est de surveiller le taux tendanciel d'inflation et, à cette fin, nous suivons ces temps-ci l'évolution de l'indice des prix à la consommation à l'exclusion des effets des impôts indirects. Si le mouvement fondamental se modifiait, il faudrait que la Banque du Canada réagisse promptement et vigoureusement, car une fois que le processus inflationniste est enclenché, il faut du temps pour l'inverser.

## L'économie canadienne

Jusqu'ici, j'ai traité de l'objectif de la politique monétaire. J'aimerais maintenant examiner avec vous notre situation économique et, en particulier, le rôle qu'a joué la politique monétaire dans son évolution.

Les bienfaits, pour l'économie canadienne, de l'engagement pris par la Banque du Canada à l'égard de la stabilité des prix se font déjà sentir. L'inflation s'est considérablement repliée au cours des dernières années. Si on ne tient pas compte de l'incidence des impôts indirects, le taux tendanciel d'inflation oscille en ce moment entre 1 1/2 et 2 %, alors qu'il avoisinait annuellement 7 % au cours des années 70 et 80. Et tout porte à croire que l'inflation va demeurer dans la partie inférieure de la fourchette cible établie.

Certains craignent, j'en conviens, que la reprise de l'économie n'entraîne une accélération de l'inflation. Je tiens toutefois à vous donner l'assurance que l'économie canadienne peut progresser pendant un certain temps encore avant d'atteindre les limites de sa capacité de production. Lorsque l'économie se heurte à des contraintes de capacité, les pressions inflationnistes peuvent se manifester. Comme nous n'en sommes pas à ce point, loin de là même, nous ne courons aucun risque dans l'immédiat de voir l'inflation s'accélérer à cause d'une reprise économique qui continue.

Même sur des périodes beaucoup plus longues, l'économie peut afficher une croissance saine, vigoureuse et soutenue sans qu'il y ait recrudescence de l'inflation. De fait, nous ne pouvons connaître de croissance durable durant des périodes prolongées si l'inflation n'est pas maîtrisée. À cet égard, je vous rappelle que les événements survenus dans les années 70 et 80 ont contredit le point de vue selon lequel l'inflation aide l'économie à long terme en stimulant la création d'emplois.

Si j'estime que le taux d'inflation va rester faible, c'est parce que nous assistons à un changement de comportement chez les agents économiques. Ces derniers entrent en confiance avec de plus en plus de confiance un avenir sans inflation, et cela transparaît dans les décisions d'un nombre croissant d'épargnants, d'investisseurs, d'entreprises et de ménages. En outre, un tel changement dans les mentalités et les comportements - les Canadiens voyant moins la nécessité de se protéger contre une recrudescence de l'inflation, permettra aux autorités monétaires de maîtriser l'inflation effective. Au cours de la période qui vient, la Banque du Canada aura pour tâche d'encourager et de soutenir les attentes de faible inflation qui ont commencé à se manifester.

Je voudrais vous fournir des exemples plus concrets de la façon dont le bas niveau de l'inflation que nous observons actuellement et l'amélioration des attentes à l'égard de l'inflation se conjuguent pour façonner un meilleur avenir économique pour le Canada. En effet, le changement du profil de l'inflation et des attentes explique l'important repli qu'ont connu les taux d'intérêt canadiens au cours des dernières années. Malgré le redressement observé récemment, les taux d'intérêt à court et à long terme sont encore bien en deçà des taux observés il n'y a pas si longtemps.

La baisse des taux d'intérêt a donné lieu à un allègement considérable du service de la dette des ménages. Elle a également rendu le logement plus abordable qu'il ne l'a été depuis des années.

Le recul des taux d'intérêt et la hausse des actions qui l'a accompagné a permis aux entreprises d'assainir leurs bilans et favorisé une augmentation des investissements en machines et matériel effectués dans le cadre des efforts de restructuration entrepris dans ce secteur. Ces efforts devraient se traduire par des gains de productivité et d'efficience au cours des années à venir. Le bas niveau d'inflation ayant permis aux entreprises de mieux maîtriser leurs coûts, celles-ci ont été à même de tirer pleinement parti de la dépréciation du dollar canadien pour améliorer leur position concurrentielle. Je m'empresse d'ajouter qu'un dollar faible n'est pas une solution magique, mais il reste que les entreprises canadiennes sont désormais mieux placées pour affronter la concurrence internationale.

La politique monétaire a donc contribué au renforcement marqué de certains facteurs fondamentaux, qui sont importants pour une croissance soutenue de l'activité. Par conséquent, les conditions sont maintenant réunies pour que l'économie canadienne améliore sa tenue au cours des prochaines années. De fait, la croissance de la production s'est déjà accélérée en 1993, et des signes indiquent que la reprise s'étend maintenant à un plus grand nombre de secteurs. Je suis heureux aussi de constater que l'emploi a augmenté ces derniers mois.

Il est évident que la tenue de l'économie sur de longues périodes dépend également du niveau de la dette et des déficits des administrations publiques. À ce propos, permettez-moi de répéter ce que la Banque a déjà affirmé. La situation des finances publiques doit être soutenable. Et il est impossible de soutenir longtemps une situation caractérisée par un ratio d'endettement public en hausse constante. Par ailleurs, les efforts faits par les gouvernements pour contenir et réduire



leurs déficits favoriseront le maintien de bas taux d'intérêt et libéreront de l'épargne à des fins d'investissement.

Je sais qu'il y en a qui pensent que la lutte contre l'inflation a été gagnée, que les dettes et les déficits restreignent le recours à la politique budgétaire et par conséquent que la Banque devrait maintenant livrer bataille sur des fronts où les choses ne se présentent pas aussi bien. À ce langage militaire, que je trouve trompeur, je préfère l'analogie de la conduite automobile, que j'ai utilisée récemment. La conduite d'une politique monétaire axée sur la maîtrise de l'inflation, avais-je dit, s'apparente à la conduite d'une automobile sur une autoroute. Ce n'est pas parce qu'on est dans la bonne voie et dans la bonne direction que l'on peut cesser de tenir le volant ou d'être vigilant.

Je tiens donc à souligner de nouveau que nous devons continuer d'orienter la politique monétaire de façon à avoir un taux d'inflation bas et à réaliser à terme la stabilité des prix, si nous voulons un jour profiter des avantages qui en découlent. Autrement dit, nous devons continuer de bâtir la confiance en maintenant l'inflation à l'intérieur des fourchettes cibles et ne jamais perdre de vue l'engagement que nous avons pris de réaliser la stabilité des prix. C'est là en effet la meilleure façon que nous ayons de soutenir une croissance durable de l'emploi et de la production.

Certes, il faut s'attendre à ce que le parcours soit quelquefois cahoteux et parsemé d'obstacles. J'ai déjà signalé que les taux d'intérêt avaient baissé considérablement au cours des dernières années; ceux-ci n'évoluent malheureusement pas toujours sans heurts. Il arrive que des perturbations agitent les marchés financiers et provoquent des remontées des taux d'intérêt. Cela s'est produit à quelques reprises au cours des dernières années; il y a quelques semaines, les marchés ont été secoués et, depuis lors, les taux d'intérêt ont augmenté et le dollar a chuté.

À quoi est due cette dernière secousse? Elle s'explique en bonne partie par le resserrement de la politique monétaire aux États-Unis et par la hausse des taux d'intérêt à court terme dans ce pays. Cette situation a déclenché une hausse des taux de rendement des obligations non seulement au Canada, mais aussi dans beaucoup d'autres pays. La différence est que la hausse a été plus marquée et que les pressions qui se sont fait sentir sur les taux d'intérêt à court terme et sur le taux de change ont été plus vives chez nous qu'ailleurs.

Cet état de choses donne à penser que les récentes perturbations étaient aussi dues à des facteurs internes. Je

pense notamment aux préoccupations que suscitent sur les marchés les dettes et les déficits des administrations publiques au Canada et l'approche des élections au Québec. De plus, comme cela se produit souvent durant les périodes de turbulence, ce qui se passait sur un marché avait des répercussions sur un autre. En effet, la dépréciation du dollar canadien a provoqué des pressions à la hausse sur les taux d'intérêt intérieurs, les investisseurs voulant obtenir une compensation pour l'incertitude accrue entourant le taux de change.

Dans de telles circonstances, la Banque cherche à stabiliser le marché. Ce qui ne veut pas dire que les taux d'intérêt ne bougeront pas. Des mesures qui viseraient à empêcher tout mouvement des taux seraient vouées à l'échec et iraient même à l'encontre du but visé. La Banque s'efforce plutôt d'aider les marchés à trouver des fourchettes de variation viables pour les taux du marché monétaire et le dollar, c'est-à-dire qui encouragent les épargnants et les investisseurs à conserver leurs placements. En outre, dans ses mesures et dans ses déclarations, la Banque essaie d'attirer l'attention des marchés sur les facteurs fondamentaux qui déterminent la valeur des actifs en dollars canadiens. Les bases monétaires sur lesquelles reposent nos marchés financiers, à savoir une inflation faible et une politique monétaire axée sur la stabilité des prix, sont saines, ce qui devrait inciter les investisseurs à envisager l'avenir avec confiance.

Je peux comprendre qu'on ait pu craindre que la hausse récente des taux d'intérêt ne vienne saboter une reprise de l'activité considérée comme fragile. En fait, la reprise est beaucoup plus vigoureuse que bien des gens se l'imaginent. Comme je l'ai mentionné, les facteurs fondamentaux de notre économie sont positifs; en outre, l'expansion économique aux États-Unis est forte. Et bien que les taux d'intérêt aient monté au Canada pour contrebalancer la faiblesse de notre dollar, l'ensemble des conditions monétaires, c'est-à-dire les effets conjugués des taux d'intérêt et du taux de change, continue de soutenir fermement la reprise.

\* \* \*

Pour terminer, j'aimerais résumer très brièvement quelques-uns des principaux points que j'ai abordés. En premier lieu, je tiens à souligner que l'orientation de la politique monétaire n'a pas changé avec l'arrivée d'un nouveau gouverneur. En second lieu, je veux rappeler que nous sommes bien partis pour atteindre les cibles de maîtrise de l'inflation que nous avons fixées. J'espère donc que vous allez commencer, si ce n'est déjà fait, à miser sur un avenir où il y aura très peu d'inflation.

Enfin, même s'il reste du chemin à faire, l'économie se porte mieux, et les bases monétaires d'une plus grande stabilité des marchés financiers et d'une reprise véritable sont en place.