



BANQUE DU CANADA

---

## **La politique monétaire et les marchés financiers**

Allocution prononcée par

Gordon G. Thiessen  
gouverneur de la Banque du Canada

devant la

Chambre de commerce de Halifax  
Halifax (Nouvelle-Écosse)  
le 12 octobre 1994

Ne pas publier avant le 12 octobre 1994  
à 13 h 10, heure avancée de l'Atlantique  
à 12 h 10, heure avancée de l'Est

---

Allocution prononcée par Gordon G. Thiessen  
gouverneur de la Banque du Canada  
devant la Chambre de commerce de Halifax  
Halifax (Nouvelle-Écosse)  
le 12 octobre 1994

---

## **La politique monétaire et les marchés financiers**

Je suis heureux de l'occasion qui m'a été offerte de m'adresser à vous aujourd'hui, ici à Halifax. J'entends exposer les objectifs que la Banque du Canada vise par le truchement de la politique monétaire et les raisons pour lesquelles elle croit que la poursuite de ces objectifs est une bonne chose pour l'économie canadienne, y compris pour l'économie des provinces de l'Atlantique. Je m'attacherai également à expliquer pourquoi les taux d'intérêt ont été plus élevés pendant la majeure partie de l'année et l'incidence que cette évolution exerce sur l'économie canadienne.

La Banque du Canada a certes plusieurs responsabilités, mais la principale reste la formulation et la conduite de la politique monétaire. Celle-ci concerne la maîtrise de la quantité de monnaie en circulation et de son rythme d'expansion. Le rythme auquel augmente la masse monétaire influe sur le niveau des taux d'intérêt et sur le cours du dollar canadien. Ces deux dernières variables ont à leur tour une incidence sur l'épargne, l'investissement, la demande et la production. Mais à long terme, c'est principalement sur les prix, plus précisément le taux d'accroissement des prix, c'est-à-dire le taux d'inflation, que la politique monétaire exerce ses effets.

À la Banque du Canada, nous nous employons à empêcher que l'inflation ne sape la valeur de la monnaie. Nous voulons que les Canadiens aient la ferme conviction que la valeur de la monnaie qu'ils détiennent se maintient par rapport aux biens et services qu'ils peuvent se procurer avec cet argent. Nous appelons cet objectif la «stabilité des prix».

La politique monétaire vise la stabilité des prix parce que notre économie fonctionne mieux sous un tel régime. En effet, quand les prix sont stables, les investisseurs et les épargnants peuvent prendre de meilleures décisions, et l'économie est plus efficiente. La production s'accroît donc, ce qui contribue à améliorer le niveau de vie des Canadiens.

Il est intéressant de constater que la stabilité des prix est devenue l'objectif de la politique monétaire non pas uniquement au Canada, mais également dans la plupart des autres grands pays. Et de fait, les taux d'inflation étant en baisse, les taux d'intérêt dans tous ces pays ont sensiblement diminué comparativement aux niveaux où ils se situaient au début de la décennie. Je reviendrai sur l'interruption de cette tendance qui est survenue cette année.

La réalisation de la stabilité des prix signifie que les prix des biens et services que nous consommons ne devraient pas augmenter en moyenne sur longue période. Toutefois, cela ne veut pas nécessairement dire que les prix individuels ne varieront pas. Certains augmenteront, d'autres baisseront. Des mouvements relatifs des prix ont également été observés lorsque le taux d'inflation était élevé - certains prix augmentant plus rapidement ou plus lentement que d'autres -, mais ils ressortent plus nettement lorsque le niveau moyen des prix change peu. De fait, l'un des avantages de la stabilité des prix est qu'elle permet d'isoler plus clairement les variations relatives des prix.

Dans une économie de marché, les variations relatives des prix jouent un rôle majeur en indiquant les secteurs vers lesquels il faut affecter davantage de ressources pour faire face à la demande de biens et services et en incitant celles-ci à se déplacer. Elles ne nous inquiètent donc pas. Ce que nous désirons prévenir, ce sont des pressions généralisées sur les prix.

Au cours des derniers mois, la hausse d'une année à l'autre de l'indice des prix à la consommation a avoisiné zéro. Toutefois, cette mesure a été influencée par la réduction des taxes sur le tabac décrétée plus tôt cette année, laquelle a eu un effet ponctuel sur les prix. Pour avoir une meilleure idée de la tendance sous-jacente des prix, la Banque du Canada suit l'évolution de l'indice des prix à la consommation hors les taxes indirectes et les composantes plus volatiles que sont les aliments et l'énergie. Corrigé de l'incidence de ces derniers facteurs, l'indice des prix à la consommation indique que le taux tendanciel d'inflation oscille entre 1 1/2 et 2 %. Notre objectif a été de contenir l'inflation à l'intérieur de la fourchette cible de 1 1/2 à 3 1/2 % fixée pour le milieu de l'année 1994; cette fourchette est établie à 1-3 % pour la période allant de 1995 à 1998. Comme on peut le constater, le taux tendanciel d'inflation se situe dans la partie inférieure de la fourchette cible. Et nous croyons qu'il continuera d'en être ainsi, généralement, durant les mois à venir.

Le bas niveau d'inflation et l'engagement de la Banque envers la stabilité des prix ont contribué à l'amélioration récente de la tenue de notre économie. La réduction de l'incertitude dont s'accompagne la baisse de l'inflation a

encouragé l'investissement et l'amélioration de la productivité. Qui plus est, la politique de lutte contre l'inflation a permis aux entreprises de mieux maîtriser leurs coûts. L'amélioration de la productivité aidant, les coûts unitaires de main-d'oeuvre ont en fait diminué au cours de la dernière année. Grâce à la bonne tenue de leurs coûts, les entreprises ont pu tirer pleinement parti de la dépréciation du dollar canadien qui s'est produite au cours des dernières années pour améliorer leur position concurrentielle sur les marchés internationaux. Les statistiques récentes sur les exportations canadiennes en témoignent.

À la faveur de ces différents facteurs, l'économie a connu jusqu'ici cette année un rythme d'expansion moyen qui frôle les 5 %. De plus en plus, la croissance est alimentée par un essor généralisé de la demande - non seulement des produits d'exportation, mais aussi des investissements et des dépenses de consommation. L'emploi a également enregistré des gains importants ces derniers mois, ce qui a contribué à renforcer la confiance des consommateurs et des entreprises quant au maintien de l'expansion de l'économie.

Il reste que la situation économique s'améliore plutôt lentement dans certaines régions du pays, par exemple ici dans la région de l'Atlantique. La lenteur des progrès dans cette région s'explique en partie par l'atonie des prix des matières premières qui y sont produites, bien que les prix de certaines d'entre elles, la pâte à papier par exemple, montrent depuis quelques mois des signes de redressement. Les provinces de l'Atlantique ont également été frappées durement par la réduction des activités de la pêche, ce qui a entraîné la perte de nombreux emplois.

Ces phénomènes mettent en lumière une réalité avec laquelle nous apprenons à composer depuis quelques années, à savoir la nécessité de s'adapter à des conditions économiques en évolution constante, en l'occurrence l'épuisement d'une ressource autrefois abondante comme le poisson, le dérapage des coûts sur des marchés internationaux plus concurrentiels ou l'introduction de technologies nouvelles. L'adaptation n'est pas un processus agréable en soi. Les entreprises solidement implantées se voient contraintes de modifier leur approche ou de fermer leurs portes, et les travailleurs, mis à pied, doivent se recycler du jour au lendemain. Certains bienfaits de la restructuration commencent cependant à se faire sentir, comme l'attestent l'amélioration de la productivité à laquelle j'ai déjà fait allusion et, ici, dans les provinces de l'Atlantique, une plus grande diversification de l'économie liée à l'essor que connaît ces derniers temps le secteur des services.

En quoi la politique monétaire peut-elle être utile au cours de cette difficile phase de transition? On a quelquefois reproché à la politique monétaire de ne pas tenir suffisamment

compte des régions du pays dont l'économie était plus faible. Je tiens à vous assurer que la Banque suit de près l'évolution économique de toutes les régions du pays. Il ne peut cependant y avoir plus d'une politique monétaire au Canada, et elle doit être celle que l'on juge la plus appropriée pour l'ensemble du pays.

La politique monétaire peut le mieux contribuer au processus d'adaptation dans les provinces de l'Atlantique en assurant la stabilité des prix. Lorsque les prix sont stables, les agents économiques peuvent prendre de meilleures décisions dans un climat plus approprié pour l'investissement. L'inflation ne fait que masquer la nécessité de procéder à des restructurations et retarde ce processus, compliquant davantage la situation globale.

\* \* \*

Toutes les régions du Canada ont dû faire face cette année à la turbulence des marchés financiers ainsi qu'à la hausse des taux d'intérêt que celle-ci a entraînée. Cette hausse a des répercussions sur certains types de dépense, notamment les achats de biens de prix élevé, comme les maisons et les voitures.

Il importe toutefois de bien se rendre compte qu'en dépit de la montée des taux d'intérêt l'expansion de notre économie reste très vigoureuse. Les effets de la hausse des taux d'intérêt ont été compensés en grande partie par la dépréciation du dollar et par l'essor des exportations que cette dépréciation a facilité. Pour bien évaluer l'incidence que l'évolution financière a sur l'économie, il faut tenir compte de l'évolution à la fois des taux d'intérêt et du taux de change. À la Banque, nous appelons «conditions monétaires» l'influence conjuguée de ces deux variables. La mesure que ces dernières fournissent du degré d'aisance ou de resserrement sur le plan financier donne à penser que la politique monétaire continue de soutenir fermement l'expansion économique au Canada.

Il n'empêche que la hausse des taux d'intérêt est préoccupante en raison de l'incidence à long terme qu'elle exerce sur l'économie. Au fil du temps, les augmentations des taux d'intérêt ont pour effet de freiner les investissements qui pourraient faire progresser la productivité et les revenus au cours des années à venir. Elles viennent également alourdir le fardeau du service de la dette pour les consommateurs, les entreprises et les administrations publiques.

La politique monétaire peut-elle contribuer à remédier à la situation? Comment concilier ce relèvement des taux d'intérêt avec la thèse voulant qu'une baisse de l'inflation mène à une diminution des taux d'intérêt?

Lorsqu'on cherche les raisons pour lesquelles les taux d'intérêt ont augmenté cette année malgré notre bonne tenue au

chapitre de l'inflation, il importe de reconnaître que la hausse des taux n'a pas touché que le Canada et qu'elle est attribuable, pour une large part, à des phénomènes d'origine étrangère. L'économie des États-Unis fonctionne tout près des limites de sa capacité de production et, dans le but de prévenir toute recrudescence des pressions inflationnistes dans ce pays, la Réserve fédérale a commencé à resserrer sa politique monétaire en février dernier. En conséquence, les taux d'intérêt à court et à long terme se sont mis à augmenter aux États-Unis, et cette tendance s'est répercutée sur les marchés financiers d'autres pays, notamment au Canada.

Devant ces pressions provenant des États-Unis, les investisseurs ont partout procédé à une réévaluation des risques que comportaient divers types de placement, en particulier ceux que présentaient les différents pays. Il est intéressant de noter que, dans certains pays, dont le Japon, les taux d'intérêt à long terme ont augmenté moins qu'ils ne l'ont fait aux États-Unis. Mais ils ont augmenté nettement plus en Italie, en Suède, au Royaume-Uni, en Australie et au Canada. Dans certains de ces derniers pays, les taux à court terme se sont également orientés à la hausse, et les taux de change y ont été soumis à des pressions à la baisse. Ces cinq pays ont tous connu ces dernières années ou dans un passé récent un taux d'inflation relativement élevé, des déficits budgétaires importants et un fléchissement de leur monnaie; dans certains cas, l'incertitude politique a également joué. Les fortes hausses des taux d'intérêt survenues dans ces pays semblent donc refléter les primes de risque que les investisseurs exigent pour se protéger contre toutes ces sources d'incertitude.

Revenons maintenant à la question de savoir ce que la politique monétaire peut faire devant une telle hausse des taux d'intérêt. Pourquoi, nous demanderez-vous, la Banque du Canada, ou les banques centrales des autres pays que je viens de nommer, n'ont-elles pas tout simplement imprimé plus d'argent pour maintenir les taux d'intérêt à de bas niveaux? La réponse est que cela ne nous aurait pas aidés. La Banque du Canada exerce une influence directe considérable sur les taux d'intérêt à très court terme. Au delà de cette échéance, toutefois, l'influence que nous exerçons est beaucoup plus indirecte. Dans le cas des taux à long terme, elle résulte presque exclusivement de notre capacité d'influer, par les mesures que nous adoptons, sur les attentes des gens relativement à l'évolution future de l'inflation. Si nous essayions de maintenir les taux d'intérêt à de bas niveaux en recourant davantage à la planche à billets, nous sèmerions le doute quant à notre détermination à contenir l'inflation et à réaliser la stabilité des prix. Cela aurait probablement pour effet de pousser à la hausse, plutôt qu'à la baisse, les taux d'intérêt pour les échéances dépassant le très court terme.

Le recours à la planche à billets n'est pas de nature à isoler nos taux d'intérêt des influences venant de l'étranger ou des exigences posées par les investisseurs qui veulent se protéger contre les risques qu'ils perçoivent au Canada.

Ce que l'on peut faire, en revanche, c'est s'attaquer au problème qui nous a rendus particulièrement vulnérables aux genres de pressions sur les taux d'intérêt que nous avons observés cette année.

Comme je l'ai déjà fait remarquer, les pays industriels qui ont connu les plus fortes hausses de taux d'intérêt cette année affichent tous des déficits budgétaires importants. De tels déficits, ainsi que l'accumulation de dettes qui en résulte, peuvent rendre les marchés financiers nerveux étant donné que, par le passé, des pays ont souvent été tentés de réduire le fardeau de leur dette par le recours à l'inflation. Aussi les investisseurs exigent-ils, dans le but de se protéger contre ce risque, une rémunération plus élevée pour leurs placements.

Une fois que l'ampleur du déficit budgétaire et de la dette publique d'un pays commence à inquiéter les investisseurs, ce pays devient plus vulnérable. Lorsque l'endettement est élevé, la montée des taux d'intérêt entraîne de fortes hausses du service de la dette et du déficit. L'aggravation du déficit pousse à son tour les investisseurs à réévaluer les primes de risque et la rémunération qu'ils exigent pour leurs placements, ce qui débouche sur des taux d'intérêt plus élevés et une nouvelle détérioration du déficit et de l'endettement.

Il n'y a pas de doute que les investisseurs actifs sur les marchés financiers souhaitent fortement que toutes les administrations publiques au Canada s'emploient à réduire leurs déficits et à les ramener à un niveau plus soutenable. Des efforts en ce sens auraient pour effet de réduire les craintes d'une résurgence de l'inflation, de favoriser une baisse des taux d'intérêt et de nous rendre moins vulnérables lorsque les taux d'intérêt s'accroissent sous la pression d'événements extérieurs ou de facteurs politiques d'origine interne.

Je voudrais vous faire remarquer, toutefois, que contrairement à une idée qui circule parfois sur les marchés financiers, il n'est pas nécessaire que la politique monétaire s'accompagne d'une politique budgétaire restrictive pour réaliser la stabilité des prix. La Banque du Canada est en mesure de mettre en oeuvre une politique monétaire anti-inflationniste indépendamment de la politique budgétaire des administrations publiques. L'engagement que nous avons pris d'atteindre les cibles de notre programme de maîtrise de l'inflation ne comporte aucune réserve.

La rigueur budgétaire peut cependant aider les autorités monétaires à maîtriser l'inflation et à réaliser la

stabilité des prix avec plus de facilité, notamment lorsque la demande du secteur privé est en expansion. En d'autres termes, en l'absence d'une discipline budgétaire, il se peut que le remède prescrit soit difficile à avaler, parce que les taux d'intérêt seront alors beaucoup plus élevés qu'ils n'auraient été autrement. La situation serait toutefois bien pire si la politique monétaire s'accommodait de toute hausse des taux d'inflation attribuable aux pressions qu'exerceraient les dépenses et les emprunts des pouvoirs publics au cours d'une période d'essor rapide de la demande du secteur privé. La stabilité des prix présente beaucoup trop d'avantages pour que la Banque prenne le moindre risque en lâchant une fois de plus la bride à l'inflation.

En guise de conclusion, je tiens à rappeler que l'objectif de la politique monétaire au Canada reste la maîtrise de l'inflation et la réalisation, au fil du temps, de la stabilité des prix. Nos efforts de réduction de l'inflation au cours des dernières années portent leurs fruits : le taux tendanciel d'inflation est maintenant inférieur à 2 %. Toutefois, les taux d'intérêt restent élevés. Certes, les hausses que ces taux ont enregistrées cette année ont en partie reflété l'influence incontournable des marchés internationaux, mais elles tiennent également aux inquiétudes que suscite la situation budgétaire et politique intérieure. Cependant, malgré ces hausses de taux d'intérêt, l'expansion de l'économie demeure très vigoureuse, et les perspectives de croissance de la production et de l'emploi sont bonnes. Cela est dû dans une large mesure aux solides bases économiques qu'ont permis de jeter les progrès accomplis ces dernières années dans le sens de la stabilité des prix.