



BANQUE DU CANADA

---

**Allocution prononcée par  
Gordon G. Thiessen  
gouverneur de la Banque du Canada**

devant

---

les clubs Rotary de Kitchener et de Waterloo  
et la Chambre de commerce de Kitchener-Waterloo  
Kitchener (Ontario)  
le 20 avril 1995

Ne pas publier avant le 20 avril 1995  
13 h, heure avancée de l'Est

---

Allocution prononcée par Gordon G. Thiessen  
gouverneur de la Banque du Canada  
devant les clubs Rotary de Kitchener et de Waterloo  
et la Chambre de commerce de Kitchener-Waterloo  
Kitchener (Ontario)  
le 20 avril 1995

---

Je suis heureux de la possibilité qui m'a été offerte de m'adresser à vous aujourd'hui. La région de Kitchener-Waterloo est un centre manufacturier et de haute technologie important, qui non seulement dessert le marché canadien mais exporte aussi vers l'étranger une grande quantité de biens et de services. L'occasion me paraît donc toute désignée pour aborder certaines des questions et des préoccupations que soulèvent l'évolution récente des marchés financiers et la volatilité du dollar canadien et qui retiennent certainement l'attention de bien des gens d'affaires de la région et des autres coins du pays.

Mais, auparavant, j'aimerais vous exposer brièvement le point de vue de la Banque sur l'état de l'économie et analyser le rôle que joue la politique monétaire dans la promotion du bien-être économique et financier du Canada.

### **L'économie**

L'économie canadienne a connu une forte expansion l'année dernière. La production a progressé de plus de 5 1/2 % entre le dernier trimestre de 1993 et le dernier trimestre de 1994. L'emploi a également enregistré des gains substantiels pendant les quelque douze derniers mois, ce qui a fait reculer notre haut taux de chômage et ravivé la confiance des consommateurs. La région de Kitchener-Waterloo a grandement contribué à cette amélioration de la tenue de notre économie, et elle en a tiré parti. En effet, au cours de la période, le taux de croissance de l'emploi dans cette région a été à peu près deux fois plus élevé que la moyenne nationale. Par ailleurs, de toutes les grandes zones urbaines au pays, c'est Kitchener-Waterloo qui affiche, à 6 1/2 %, le taux de chômage le plus bas.

Quels sont les facteurs qui expliquent cet essor récent de l'économie canadienne? Celle-ci continuera-t-elle de croître à un bon rythme?

Les exportations ont été le moteur de la reprise et demeurent l'une des principales sources de la robustesse de l'économie canadienne. De plus, leur vigueur a favorisé un accroissement de l'activité dans d'autres compartiments de l'économie, notamment celui des investissements des entreprises. Et comme une économie en pleine expansion génère plus de revenus et plus d'emplois, les dépenses de consommation se sont raffermies. Toutefois, la remontée des taux d'intérêt a récemment déprimé les dépenses au titre d'articles dispendieux, comme les maisons et les véhicules automobiles.

Les niveaux records atteints l'an dernier par les exportations canadiennes sont certainement attribuables en partie au dynamisme de l'activité économique à l'échelle mondiale, en particulier aux États-Unis, notre principal partenaire commercial. L'augmentation marquée des cours mondiaux des matières premières que le Canada produit a également contribué à l'essor des exportations. Mais je suis convaincu que l'amélioration de la position concurrentielle des entreprises canadiennes a aussi joué un rôle important dans la poussée remarquable qu'ont connue les exportations ces derniers temps.

Il s'agit là d'une réalisation de taille, surtout si l'on se rappelle les craintes formulées il n'y a pas si longtemps - aussi récemment que 1992 - au sujet de l'effritement de la compétitivité des entreprises canadiennes et les sombres pronostics annonçant le dépérissement inévitable du secteur manufacturier canadien qui en résulterait. Comment se fait-il que ces craintes concernant la compétitivité des entreprises canadiennes sur la scène internationale se soient révélées non fondées? À mon avis, cela s'explique par l'extraordinaire diligence avec laquelle les entreprises canadiennes ont modernisé leurs équipements et restructuré leurs opérations en vue de devenir plus productives et plus compétitives, tant au pays qu'à l'étranger.

Je crois que l'engagement pris par la Banque de maintenir un bas taux d'inflation a contribué à encourager les entreprises à réagir de cette manière. L'avènement d'un climat monétaire plus stable leur a donné plus d'assurance que par le passé lorsqu'elles doivent élaborer des projets et prendre de difficiles décisions en matière d'investissement. Le faible niveau de l'inflation les a aussi incitées à s'employer davantage à maîtriser leurs coûts de production. Parce qu'elles se sont attachées de plus près aux facteurs fondamentaux que sont l'amélioration de la productivité et la maîtrise des coûts, les entreprises canadiennes ont pu tirer parti de la baisse du cours du dollar et être plus compétitives sur les marchés internationaux qu'elles ne l'avaient été depuis des années. En se dotant ainsi de bases solides et en recherchant constamment de

meilleurs moyens de production et de mise en marché, elles devraient maintenir leur compétitivité dans les années qui viennent sans avoir à tabler sur la faiblesse du dollar.

### **La politique économique canadienne**

Ce sont là les avantages qui nous amènent, à la Banque du Canada, à parler continuellement de la contribution qu'une politique monétaire axée sur la stabilité des prix peut apporter à la bonne tenue de l'économie. Nous croyons que la stabilité des prix, parce qu'elle incite les entreprises à mieux maîtriser leurs coûts et à accroître leur productivité, contribue à la réalisation de gains durables au chapitre des revenus réels et de l'emploi et à la prospérité à long terme au Canada. Nous ne sommes pas les seuls à penser ainsi. Les banques centrales de tous les grands pays industriels partagent ce point de vue. Mais ce qui est plus significatif encore, c'est que les Canadiens semblent comprendre et admettre davantage l'importance de la stabilité des prix pour une expansion économique continue et durable. Peut-être que ceux qui n'étaient pas convaincus des avantages d'un faible taux d'inflation se rendent maintenant compte que la stabilité des prix fonctionne, qu'elle donne de bons résultats.

Dans une déclaration émise conjointement en février 1991 par la Banque du Canada et le gouvernement fédéral, la stabilité des prix a été officiellement reconnue comme l'objectif que doit viser la politique monétaire. Une série de cibles explicites a été fixée à ce moment-là dans le but de définir la trajectoire vers la stabilité des prix; ces cibles servent, en quelque sorte, de jalons sur le parcours menant à la destination finale. On comptait ainsi ramener le taux d'inflation à 2 % (soit le point médian d'une fourchette de 1 à 3 %) pour la fin de 1995. Depuis, l'utilisation de cette fourchette a été prolongée jusqu'à la fin de 1998; d'ici là, la Banque du Canada et le gouvernement fédéral auront, comme ils s'y sont engagés, défini en quoi consiste en pratique la stabilité des prix.

Voyons maintenant où nous en sommes dans la poursuite de nos objectifs et comment la Banque voit l'évolution future de l'inflation. Depuis que les cibles sont en place, le taux tendanciel d'inflation a beaucoup baissé, se maintenant essentiellement à l'intérieur d'une plage allant de 1 1/2 à 2 % au cours des trois dernières années. Lorsqu'elle évalue le niveau de l'inflation, la Banque utilise la hausse annuelle de l'indice des prix à la consommation, mais en faisant abstraction des variations à court terme liées aux modifications des impôts

indirects et aux composantes volatiles que sont l'alimentation et l'énergie.

Ces derniers temps, le taux d'inflation s'est rapproché de 2 %, soit le milieu de notre fourchette cible de maîtrise de l'inflation, qui va de 1 à 3 %. Certains facteurs à l'oeuvre actuellement poussent les prix à la hausse et pourraient amener temporairement le taux mesuré d'inflation au-dessus de ce point médian. La hausse des prix des produits de base sur les marchés mondiaux au cours de la dernière année est l'un de ces facteurs. Le contrecoup de la dépréciation du dollar canadien sur les prix à l'importation en est un autre. Toutefois, nous ne nous attendons pas à ce que ces facteurs fassent monter sensiblement et de façon durable le taux tendanciel d'inflation, qui devrait retomber près du milieu de la fourchette cible. Pourquoi le pensons-nous? Parce que même si notre économie a progressé ces derniers temps plus rapidement que ce à quoi on s'attendait généralement, elle dispose encore de capacités inutilisées. De plus, les entreprises maîtrisent bien leurs coûts. Et je pense que les entreprises et les particuliers ont révisé à la baisse leurs attentes en matière d'inflation à cause des cibles fixées et de notre engagement à les atteindre. En définitive donc, les perspectives de maîtrise de l'inflation restent favorables et sont conformes à nos objectifs.

Cela signifie-t-il que le Canada a fait échec à l'inflation et que la Banque peut se reposer sur ses lauriers? Certainement pas. En fait, je crois que c'est précisément à ce stade du cycle économique que nous devons être particulièrement vigilants. Nous sommes parvenus au point où, par le passé, la vigueur de la croissance et les risques d'inflation qui en découlent ont eu tendance à être mésestimés. Si l'on ajoute à cela le fait que les mesures de politique monétaire n'exercent leurs effets sur l'inflation qu'après un long décalage, vous comprendrez pourquoi il est important que la Banque du Canada se tienne sur ses gardes et soit prête à intervenir dès que l'on perçoit des signes annonçant qu'il pourrait y avoir une généralisation des pressions à la hausse sur les prix plusieurs trimestres plus tard.

À cet égard, les mesures d'austérité contenues dans le dernier budget fédéral et dans les budgets des provinces déposés jusqu'à maintenant sont un élément positif. Parce que les ressources de l'économie seront moins sollicitées par les administrations publiques, le secteur privé aura plus de marge de manoeuvre pour se développer, et il sera moins nécessaire de resserrer les conditions monétaires à mesure que l'appareil de production atteint les limites de sa capacité.

Lorsque les dirigeants de banques centrales tiennent ce genre de propos, ils s'entendent souvent demander pourquoi, puisque l'expansion économique est sûrement une bonne chose, ils tiennent tant à la freiner. La raison en est que toutes les économies sont limitées dans leur capacité de s'accroître à court terme. La Banque du Canada cherche à faire en sorte que l'expansion économique au Canada puisse être soutenue. Nous ne voulons pas d'une surchauffe qui crée de l'inflation, provoque des investissements inconsidérés et se solde inévitablement par une récession.

### **Les marchés financiers et le dollar canadien**

Permettez-moi maintenant de vous entretenir d'un autre sujet lié à la politique monétaire, qui vous préoccupe probablement. Il s'agit de la valeur du dollar canadien. Le taux de change a de l'importance, et pas seulement pour les décideurs publics. Il est important pour vous et moi comme consommateurs, touristes et investisseurs. Et il l'est tout particulièrement pour les gens d'affaires qui envisagent d'investir dans des branches d'activité à vocation exportatrice ou faisant concurrence aux importations. Au moment de prendre d'importantes décisions de nature économique pour l'avenir, il nous est tous arrivé - et cela est peut-être encore plus vrai pour les exportateurs - de souhaiter que l'incertitude entourant l'évolution future du taux de change disparaisse en quelque sorte. Je suis tout à fait conscient des préoccupations qu'ont suscitées les fortes variations de la valeur du dollar canadien ces dernières années et les commentaires selon lesquels le dollar est de plus en plus à la merci des spéculateurs. Je vais aborder ici quelques-unes de ces questions.

Le Canada est doté d'un régime de taux de change flottants qui, à mon avis, le sert bien. Un tel régime nous permet en effet de mener une politique monétaire indépendante, harmonisée avec les conditions économiques canadiennes. Cela signifie qu'en général le dollar évolue en fonction du cycle économique, sa valeur augmentant lorsque les pressions de la demande sont intenses et diminuant lorsque l'activité économique se ralentit. De plus, dans une économie ouverte comme le Canada, les variations du taux de change peuvent faciliter les ajustements rendus nécessaires par des pressions d'origine étrangère. Ainsi, les mouvements du taux de change ont aidé l'économie canadienne depuis la fin de la guerre à s'adapter aux fluctuations des cours mondiaux des matières premières, lesquelles constituent toujours une part importante de nos exportations (et ce, même si beaucoup d'entre vous ont contribué avec succès à la diversification des branches d'activité et des exportations canadiennes).

Par conséquent, même si les variations du taux de change peuvent créer de l'incertitude pour les producteurs et les consommateurs, toute tentative visant à restreindre la capacité du dollar de jouer le rôle d'un amortisseur aurait presque assurément pour effet d'accentuer les fluctuations cycliques, aggravant ainsi l'incertitude au sujet de la production et de l'emploi. Par ailleurs, l'expérience récente a montré que, même dans les pays qui ont adopté un régime de taux de change fixe, la présence de déséquilibres économiques (comme un endettement et un déficit publics importants ou un déficit élevé de la balance des paiements) peut entraîner des crises de change qui souvent se solderont par des ajustements considérables du cours de la monnaie de ces pays. De tels ajustements sont beaucoup plus dommageables pour l'économie que ne le sont les mouvements fréquents et plus ordonnés qui caractérisent habituellement les régimes de changes flottants.

Il reste que certains se demandent si les variations que subit le dollar ne sont pas excessives et si cela ne serait pas dû aux assauts de plus en plus nombreux des spéculateurs.

Bien que les facteurs fondamentaux de l'économie canadienne soient positifs, les marchés financiers où se négocient le dollar canadien et les actifs libellés en dollars canadiens ont été nerveux et instables au cours de la dernière année. Cette nervosité a été provoquée par les hausses des taux d'intérêt à l'échelle internationale, qui ont avivé les inquiétudes que le coût croissant du service de notre importante dette publique soulevait chez les investisseurs. Cet état de choses a, à son tour, fait craindre une augmentation des déficits et une accélération du rythme d'endettement. La perspective d'une aggravation de la situation a entraîné la baisse du dollar canadien et la montée des taux d'intérêt. L'incertitude politique liée au référendum sur l'avenir du Québec a également pesé sur le comportement des marchés financiers au cours de la dernière année. En outre, le dollar canadien a parfois été, ces deux dernières années, entraîné dans la tourmente qui a secoué par moments les marchés internationaux. C'est ce qui s'est produit récemment lorsque les marchés se sont inquiétés de l'évolution de la situation au Mexique d'abord, puis en Italie, en Espagne et en Suède, tous des pays aux prises avec des déséquilibres économiques.

Ces périodes de turbulence ont probablement contribué à créer l'impression que le dollar canadien est devenu plus volatil à court terme, tout particulièrement au cours des douze derniers mois. Cependant un examen attentif des données révèle que le comportement du dollar, considéré sur un plus long horizon, ne trahit pas une instabilité accrue. En fait, par rapport à d'autres grandes monnaies, le dollar canadien a affiché une

volatilité modérée. Par ailleurs, la mise au point des techniques de couverture, comme les contrats à terme et d'autres produits dérivés, a permis aux entreprises de se protéger contre la volatilité à court terme du dollar.

Néanmoins, il est arrivé que le dollar canadien ait été non seulement volatil, mais qu'il ait évolué de façon marquée dans un sens que ne semblaient pas justifier les facteurs économiques auxquels font face les entreprises canadiennes. Lorsque cela s'est produit toutefois, plus souvent qu'autrement la cause en était les inquiétudes des investisseurs au sujet des politiques économiques internes. Lorsqu'on examine ce qui se passe ailleurs, on constate que ce sont habituellement les monnaies de pays aux prises avec d'importants déséquilibres économiques et financiers et dont les politiques économiques manquent de fermeté qui subissent les assauts des spéculateurs. C'est pourquoi il est capital que le Canada applique des politiques économiques saines et dispose d'un plan cohérent pour régler les autres problèmes.

Comme je l'ai déjà signalé, l'endettement croissant de nos administrations publiques a été très défavorable au dollar canadien ces derniers temps. À cet égard aussi, on ne peut que se féliciter des mesures annoncées par le gouvernement fédéral dans son dernier budget pour réduire et finalement éliminer son déficit, ainsi que des efforts faits par plusieurs provinces pour équilibrer leurs budgets. Des politiques budgétaires axées sur l'équilibre des finances publiques contribueront à la stabilité du taux de change.

Nous croyons aussi, à la Banque, qu'une discipline ferme en matière monétaire – en d'autres termes, une politique visant sans détour à empêcher l'inflation de gruger la valeur interne du dollar canadien – était solidement la valeur externe de la monnaie. Même si la Banque n'a pas de cible en ce qui concerne le niveau du dollar canadien, elle tient compte, dans les mesures de politique monétaire qu'elle prend, des effets que les fluctuations du dollar ont sur la demande et l'inflation. De plus, elle est toujours prête à intervenir au cas où la confiance dans le dollar serait ébranlée.

J'aimerais, pour conclure, faire remarquer que beaucoup d'éléments positifs jouent présentement en faveur du Canada. Malgré certains points faibles, notre économie affiche toujours un grand dynamisme. La maîtrise accrue de nos coûts et l'amélioration de notre productivité sont des facteurs qui, ensemble, laissent entrevoir la poursuite de la forte croissance de l'activité économique. Mais pour que cela se matérialise, les politiques économiques que nous appliquerons doivent viser l'assainissement des finances publiques et un bas taux

d'inflation afin que les Canadiens puissent planifier leur avenir avec assurance et lancer les projets et les initiatives novatrices qui génèrent la prospérité. Je peux vous assurer que la Banque est déterminée à apporter sa contribution, en mettant en oeuvre une politique monétaire axée sur la maîtrise de l'inflation.