



BANQUE DU CANADA

---

## **Les marchés financiers et l'économie canadienne**

Allocution prononcée par

Gordon G. Thiessen

gouverneur de la Banque du Canada

devant la

Chambre de commerce du Montréal métropolitain

Montréal (Québec)

Ne pas publier avant le 19 janvier 1995

12 h 45, heure normale de l'Est

---

Allocution prononcée par Gordon G. Thiessen  
gouverneur de la Banque du Canada  
devant la Chambre de commerce  
du Montréal métropolitain  
Montréal (Québec)  
le 19 janvier 1995

---

### **Les marchés financiers et l'économie canadienne**

Je suis content d'être à Montréal aujourd'hui et d'avoir l'occasion de m'adresser à vous. Je vous propose de faire porter la plupart de mes remarques sur certaines des questions et préoccupations que les gens ont exprimées au sujet des effets que les pressions qui s'exercent depuis environ un an sur les marchés financiers peuvent avoir sur l'évolution de la situation économique au Canada. Ces pressions tiennent-elles principalement à des facteurs internationaux? Empêchent-elles la politique monétaire canadienne de faire face aux besoins de notre économie?

Avant de répondre à ces questions, j'aimerais vous exposer brièvement le point de vue de la Banque sur l'état de l'économie. J'aimerais aussi vous présenter un rapport sur le succès que nous avons eu dans la poursuite de nos objectifs en matière de maîtrise de l'inflation.

#### **La stabilité des prix et l'économie**

L'engagement qu'a pris la Banque de contenir l'inflation et de réaliser la stabilité des prix au Canada a commencé à porter ses fruits. Le taux d'inflation au Canada est descendu à 2 % ou moins au cours des trois dernières années : cela a encouragé les entreprises à mieux maîtriser leurs coûts et a rendu plus prévisible le contexte dans lequel elles doivent décider des investissements à faire pour accroître leur productivité. Par conséquent, les entreprises ont pu tirer parti de la dépréciation du dollar canadien pour améliorer leur position concurrentielle au niveau international. La bonne tenue des exportations canadiennes au cours des trois dernières années est la preuve tangible de cette amélioration. Les exportations, il ne faut pas l'oublier, ont été le moteur de la reprise et alimentent l'expansion rapide que connaît l'économie canadienne.

C'est pour cela que les données sur la situation économique au Canada ont été encourageantes au cours de l'année qui vient de s'écouler. Avec la relance de l'emploi, la confiance des consommateurs s'est renforcée, et la reprise des dépenses de consommation a commencé à nourrir l'expansion économique.

De plus, la reprise est devenue plus généralisée au pays. Au début, l'expansion était visible surtout en Colombie-Britannique et en Alberta; l'activité a été plus lente à redémarrer au Québec et en Ontario, qui ont été durement touchés par la récession. Cependant, l'expansion a gagné du terrain l'an dernier, et l'activité s'est nettement accélérée au Québec et en Ontario. Les 230 000 emplois créés dans ces deux provinces en 1994 ont donné un coup de fouet aux dépenses de consommation.

Mais, à mon avis, les changements qui se sont opérés dans notre économie n'ont pas seulement contribué à faire sortir l'économie de sa torpeur. Ils vont plus loin encore. Les gains de productivité, le souci de la maîtrise des coûts et les ajustements qu'ont dû effectuer pour cela les entreprises canadiennes témoignent d'un changement plus profond dans l'économie de notre pays. On ne peut trop insister sur l'importance des gains de productivité, car c'est surtout grâce à eux que les Canadiens peuvent augmenter leurs revenus au fil du temps. Ces différents facteurs permettent d'asseoir sur des bases solides l'expansion économique future du Canada et nous fournissent des motifs d'envisager l'avenir de l'économie canadienne avec optimisme.

Comme vous le savez, le monde de l'économie et de la finance peut être hasardeux. Dernièrement, les hausses de taux d'intérêt et les pressions à la baisse sur le dollar canadien, en particulier, ont été une source de préoccupation pour bien des Canadiens. J'aimerais donc vous parler maintenant de l'influence de cette évolution des marchés financiers sur l'économie canadienne.

C'est l'influence que la conjoncture aux États-Unis et ailleurs dans le monde exerce sur les marchés canadiens que je veux plus précisément examiner avec vous aujourd'hui. Compte tenu de cette influence, est-il possible pour le Canada d'avoir des conditions monétaires distinctes de celles des États-Unis et une politique monétaire indépendante?

### **L'intégration des marchés financiers et les conditions monétaires**

L'intégration des marchés financiers sur le plan international s'est accentuée ces dernières années. Cette

intégration existe depuis longtemps entre les marchés canadiens et américains et s'est renforcée depuis les années 50. Le Canada a utilisé l'épargne des pays étrangers durant la majeure partie de son histoire. D'ailleurs, il a bénéficié au fil des ans de l'accès qu'il a aux marchés de capitaux étrangers, à ceux des États-Unis bien sûr mais aussi à ceux de l'Europe et du Japon. Grâce à la concurrence à l'échelle internationale, épargnants et emprunteurs canadiens ont bien plus de chances d'obtenir les meilleurs taux et les meilleures modalités pour leurs placements ou leurs emprunts.

Toutefois, à cause de cette intégration, les marchés financiers canadiens sont touchés par ce qui se passe à l'étranger. C'est-à-dire que l'évolution des taux d'intérêt au Canada ne peut être complètement indépendante de la situation dans le monde et en particulier aux États-Unis. Mais cela ne veut pas dire que la Banque du Canada ne peut pas suivre une politique monétaire axée sur la stabilité des prix et contribuer ainsi à la bonne tenue de l'économie canadienne.

Prenons ce que nous avons vécu ces derniers temps pour illustrer ce point de façon pratique.

L'un des problèmes auxquels la Banque du Canada a dû faire face depuis environ un an vient de ce que la situation économique est différente aux États-Unis et au Canada. L'économie américaine a atteint les limites de sa capacité de production, et l'augmentation constante de la dépense a accru les risques que des pressions à la hausse s'exercent sur l'inflation. Par conséquent, la banque centrale américaine a favorisé un resserrement des conditions monétaires en poussant les taux d'intérêt à la hausse. Au Canada, la reprise a été un peu plus lente qu'aux États-Unis et les perspectives en matière d'inflation sont restées très encourageantes. Dans ce contexte, il n'y avait pas chez nous la même urgence à resserrer les conditions monétaires. Et pourtant, les pressions découlant de la hausse des taux d'intérêt américains ont fait monter les taux au Canada.

Mais cela ne signifie pas pour autant que les hausses de taux d'intérêt qui se sont produites au cours de l'année passée au Canada étaient entièrement dues à la conjoncture américaine. Idéalement, les taux d'intérêt canadiens auraient augmenté, mais moins que les taux américains, car notre taux d'inflation est inférieur au leur et notre marge de capacités inutilisées, plus grande. Au lieu de cela, les taux d'intérêt ont eu tendance à augmenter davantage au Canada qu'aux États-Unis. Pourquoi?

Cela s'explique principalement par les craintes et l'incertitude qui ont entouré durant l'année les situations budgétaires des gouvernements fédéral et provinciaux au Canada. Comme on le sait, ces derniers ont eu de la difficulté par le passé à atteindre leurs objectifs en matière de réduction des déficits. À ces inquiétudes est venue se greffer, en les accentuant, l'incertitude d'ordre politique entourant les élections québécoises de septembre 1994 et la tenue prochaine d'un référendum.

Pour les emprunteurs fortement endettés, comme le sont les administrations publiques canadiennes, toute hausse généralisée des taux d'intérêt à l'échelle mondiale signifie un alourdissement du service de leur dette et une aggravation de leur situation financière. Et, s'il y a déjà de l'incertitude quant à la volonté de ces administrations de régler leurs difficultés budgétaires, cette hausse va inquiéter encore plus les épargnants et les investisseurs qui détiennent les titres de dette émis par elles. À chaque hausse, les acheteurs potentiels de titres d'État verront probablement un risque accru que les gouvernements fortement endettés recourent à l'inflation pour alléger le service de leur dette et qu'il s'ensuive une baisse constante du cours de la monnaie. L'éventail de pays où il est possible d'investir est vaste, et les épargnants et les investisseurs canadiens et étrangers ne sont intéressés à placer leur argent au Canada que si les taux d'intérêt y sont beaucoup plus élevés, pour inclure d'importantes primes qui les protègent contre les risques qu'ils estiment courir.

En d'autres termes, les préoccupations entourant l'état des finances publiques peuvent semer le doute sur la capacité de la politique monétaire de réaliser la stabilité des prix. Non seulement ces préoccupations ont miné la confiance dont avaient besoin les épargnants et les investisseurs pour accepter des hausses de taux d'intérêt moindres au Canada qu'aux États-Unis, mais elles ont en fait contribué à rendre ces hausses plus marquées encore au Canada.

Pour comprendre comment l'économie canadienne a pu composer avec des taux d'intérêt plus élevés, il faut savoir que l'impact de la politique monétaire sur l'économie se transmet aussi bien par le taux de change que par les taux d'intérêt. En 1994, l'incidence de la hausse des taux d'intérêt a été contrebalancée dans une large mesure par la baisse du dollar canadien. C'est pourquoi les pressions exercées sur nos taux d'intérêt par les mesures prises aux États-Unis dans le but d'y durcir la politique monétaire, ainsi que l'accroissement des primes de risque liées aux craintes entourant notre situation budgétaire, n'ont pas empêché l'économie canadienne de poursuivre son expansion. De plus, cette expansion a suivi une trajectoire

compatible avec les objectifs de maîtrise de l'inflation que s'est fixés la Banque du Canada.

Même si, en général, nous avons obtenu de bons résultats sur le plan économique l'an dernier, la combinaison de taux d'intérêt élevés et d'un dollar canadien faible est loin d'être idéale à long terme pour l'économie canadienne. Des taux d'intérêt élevés ont un effet dissuasif sur les investissements futurs pouvant contribuer à accroître la productivité et les revenus. Ils font aussi augmenter le coût du service de la dette pour tous les débiteurs, mais cela est particulièrement inquiétant pour les gouvernements, vu la taille de leur dette.

La baisse du dollar canadien comporte aussi des coûts. Elle fait augmenter les prix à la consommation et, par conséquent, abaisse effectivement le niveau de vie des consommateurs canadiens. Elle risque également de créer des pressions à la hausse sur l'inflation si les ménages cherchent à obtenir des augmentations de revenus en guise de compensation. En outre, la faiblesse temporaire d'une monnaie peut fausser les décisions de certaines entreprises, comme ce fut le cas au Canada au milieu des années 80. Et lorsque la monnaie reprend de la vigueur, ces mêmes entreprises sont souvent incapables de s'ajuster. La dépréciation de la monnaie est parfois utile lorsque l'économie doit s'adapter à des circonstances difficiles, mais elle n'est pas, comme je viens de l'expliquer, un tonique miraculeux.

**Quel est le rôle de la politique monétaire dans une situation pareille?**

Beaucoup de gens pensent que la Banque du Canada a le pouvoir de fixer les taux d'intérêt au pays au niveau qu'elle désire. Alors pourquoi la Banque n'a-t-elle pas utilisé ce pouvoir pour contrer les pressions indésirables dont nos taux d'intérêt font l'objet sur les marchés financiers?

La réalité est tout autre. La Banque du Canada ne peut pas fixer les taux d'intérêt comme bon lui semble. Elle exerce une grande influence sur les taux à très court terme du marché monétaire, mais son influence sur les autres taux à court terme et sur les taux à long terme est indirecte. Elle est fonction de la manière dont les épargnants et les investisseurs perçoivent l'incidence qu'auront les mesures de la Banque sur l'inflation et le taux de change du dollar canadien. S'ils croient que la Banque encourage l'inflation et la tendance à la baisse du dollar canadien qui l'accompagne, les taux d'intérêt vont monter.

Voilà pourquoi les propositions qui sont parfois avancées et selon lesquelles la Banque devrait faire baisser les taux d'intérêt et stimuler davantage l'économie pour aider les gouvernements à régler leurs problèmes d'ordre budgétaire ne peuvent fonctionner. Pour forcer les taux d'intérêt à descendre, la Banque devrait injecter plus de liquidités dans le système financier. De telles mesures feraient craindre une poussée de l'inflation et une baisse du dollar canadien. C'est là une recette infallible, non pas pour faire descendre les taux d'intérêt, mais au contraire pour les faire grimper et pour alourdir le service de la dette et les déficits publics.

Toutefois, en mettant résolument l'accent sur la stabilité des prix, la Banque du Canada fournit des balises importantes pour l'évolution future du dollar et, ce faisant, permet aux taux d'intérêt d'être plus bas qu'ils ne le seraient autrement.

\* \* \* \* \*

Pour résumer, j'aimerais souligner que, lorsque l'on examine attentivement les raisons à l'origine des pressions qu'ont subies les marchés financiers récemment au Canada, celle qui ressort constamment est l'incertitude entourant les politiques économiques. Que ces pressions découlent de l'influence de la conjoncture américaine sur nos marchés financiers ou des primes de risque qu'exigent les épargnants et les investisseurs et qui ont poussé les taux d'intérêt à la hausse, il reste que la situation au Canada peut être améliorée par la poursuite de politiques vigoureuses et crédibles.

Pour ce qui est de la politique budgétaire, celle-ci doit comporter des mesures destinées à ramener les déficits et l'endettement publics sur une trajectoire plus viable.

Quant à la politique monétaire menée par la Banque, la meilleure contribution qu'elle puisse faire pour aider les marchés financiers à se stabiliser et faire reculer les taux d'intérêt est de viser la stabilité des prix. Plus cette politique sera crédible, plus le point d'ancrage qu'elle fournira aux marchés financiers sera solide.

Aussi, je le répète, la Banque du Canada est-elle fermement engagée à réaliser la stabilité des prix. Je vous invite à tenir compte de cet engagement au moment de prendre vos décisions de nature économique et financière.