



BANQUE DU CANADA

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

devant

l'Institut canadien des compagnies immobilières publiques

Toronto (Ontario)

le 23 novembre 1995

Ne pas publier avant le 23 novembre 1995
à 13 h 30, heure normale de l'Est

Allocution prononcée par Gordon G. Thiessen
gouverneur de la Banque du Canada
devant l'Institut canadien des
compagnies immobilières publiques
Toronto (Ontario)
le 23 novembre 1995

La stabilité des prix et le marché de l'immobilier

Depuis quelque temps, l'emploi d'images frappantes pour décrire l'ampleur des multiples transformations que connaît le paysage économique canadien est en vogue. Le mois dernier, par exemple, à l'occasion d'une rencontre où des membres de l'Institut canadien des compagnies immobilières publiques ont pu entretenir des représentants de la Banque de l'évolution récente du marché de l'immobilier, quelqu'un a fait observer que le secteur du commerce de détail tentait de «naviguer sur une mer de changements». Je dois dire que des expressions imagées comme celle-là captent bien l'essence du processus de restructuration en cours au sein de l'économie canadienne.

Je crois, pour ma part, que ces changements sont nécessaires et même que certains d'entre eux auraient dû se produire il y a longtemps. Les premiers résultats de la restructuration observés jusqu'à maintenant sont très encourageants et ils donnent lieu à des améliorations indispensables dans nombre de secteurs d'activité. Certes, une bonne part des avantages découlant de la restructuration reste à venir, ce qui n'est pas de nature à reconforter les individus et les entreprises actuellement en proie aux vicissitudes de la transition. Mais il faut accepter la réalité et comprendre que dans un univers économique toujours en mutation, il n'y a pas d'autre solution que de s'adapter. Le changement se produira, que nous en soyons les instigateurs ou qu'il nous soit imposé. C'est la manière dont nous l'aborderons qui fera toute la différence. Pour reprendre l'analogie marine, il est bon de se rappeler qu'un navire a beaucoup moins de chances de se tirer d'une tempête s'il fend les vagues que s'il épouse leur rythme.

Je vous remercie de m'avoir invité aujourd'hui à vous livrer mes réflexions sur ce qui se passe actuellement dans l'économie canadienne. Plusieurs d'entre vous ont

particulièrement souffert de la transition qui s'opère. Pour vous aider à envisager l'avenir, j'aimerais vous faire part de mon point de vue sur la manière dont la politique monétaire canadienne influencera le cadre dans lequel vous mènerez vos opérations. Je ferai ensuite le point sur la façon dont la Banque perçoit la situation économique. Je terminerai par quelques mots sur un autre secteur de l'économie qui, dernièrement, a subi des ajustements importants : le secteur public.

L'objectif de la politique monétaire et son incidence sur l'immobilier

La politique monétaire canadienne a pour objectif de promouvoir la bonne tenue de l'économie au moyen de la stabilité des prix. Depuis 1991, le gouvernement et la Banque du Canada se sont engagés conjointement à réaliser la stabilité des prix et à atteindre des cibles explicites de maîtrise de l'inflation sur la voie qui mène à cet objectif. Les cibles sont exprimées en fonction de l'indice des prix à la consommation (IPC). Ce qui importe, toutefois, c'est la tendance de l'inflation. Sur le plan opérationnel, la Banque ne s'attache donc pas tant aux variations de l'IPC qui seront vraisemblablement de courte durée qu'aux facteurs qui influenceront la tendance de l'inflation au fil du temps.

Depuis quatre années et demie, la Banque s'emploie avec succès à atteindre les cibles de maîtrise de l'inflation qu'elle s'est fixées. La cible poursuivie à l'heure actuelle, et jusqu'à la fin de 1998, est une fourchette de 1 à 3 %. Le gouvernement et la Banque se sont engagés à arrêter d'ici là une cible reflétant une définition appropriée de la stabilité des prix à long terme.

La Banque ne considère pas la stabilité des prix comme une fin en soi. Et elle ne vise pas non plus la stabilité des prix parce que c'est la toute dernière mode parmi les dirigeants de banque centrale! Nous poursuivons cet objectif parce que la stabilité des prix, qui crée un climat dans lequel les gens peuvent avoir confiance en la valeur de la monnaie, est un atout majeur pour le bon fonctionnement et la productivité de l'économie canadienne sur longue période.

La recherche de la stabilité des prix a déjà commencé à produire des gains substantiels. Et c'est sans doute pour cela que de plus en plus de gens semblent admettre que la stabilité des prix est l'objectif que doit viser la politique monétaire canadienne.

Mais quels sont ces gains? D'abord, le bas taux d'inflation que nous connaissons a contribué à l'apparition des facteurs fondamentaux qui ont soutenu l'économie canadienne au cours des dernières années. Grâce à une politique monétaire axée sur la préservation de la valeur de la monnaie, les Canadiens sont en meilleure posture pour prendre de bonnes décisions économiques tout en se voyant forcés de mieux maîtriser leurs coûts. Cela se traduit par une productivité accrue et une plus grande compétitivité à l'échelle internationale, comme nous avons déjà pu le constater.

La stabilité des prix contribue aussi à atténuer les fluctuations du cycle économique. Je ne prétends pas qu'elle éliminera complètement les cycles économiques, car elle ne peut le faire. Cependant, si les Canadiens peuvent être plus confiants dans l'avenir au moment de prendre d'importantes décisions économiques, en tant que consommateurs, épargnants et investisseurs, nous risquons moins d'avoir à traverser d'autres phases de spéculation et de distorsions économiques comme celles qui ont engendré les cycles de surchauffe et de récession que nous avons connus dans le passé.

Certains craignent encore qu'une politique monétaire axée sur la stabilité des prix soit toujours d'une façon ou d'une autre trop restrictive. En vérité, en établissant des cibles de maîtrise de l'inflation, les autorités monétaires se sont dotées d'une règle qui joue dans les deux sens. En effet, autant nous devons intervenir si des pressions excessives de la dépense menacent de faire passer le taux d'inflation au-dessus de la limite supérieure de la fourchette cible, autant nous nous efforcerons d'assouplir les conditions monétaires si l'activité économique est faible et que cela risque de faire tomber l'inflation au-dessous de la limite inférieure de la fourchette.

La politique monétaire n'a pas le pouvoir de régler avec précision l'activité économique. Toutefois, une politique monétaire visant à maintenir l'inflation à l'intérieur de la fourchette cible contribuera à adoucir les fluctuations qui surviendront de part et d'autre d'un taux tendanciel d'expansion économique qui est non inflationniste et, par conséquent, plus facile à soutenir à moyen terme.

Mais qu'en est-il du secteur immobilier dans tout cela, me demanderez-vous? Je répondrai que chaque secteur de l'économie a de meilleures chances de réussir et de surmonter les problèmes qui découlent à court terme des nécessaires restructurations lorsque le climat dans lequel il opère est plus stable et moins sujet à de brusques fluctuations cycliques du genre de celles que nous avons connues par le passé. L'immobilier ne fait pas exception, loin de là. L'activité dans

vos secteur a été, de fait, particulièrement sujette à des fluctuations marquées chaque fois que les craintes d'une poussée inflationniste reparaissaient et donnaient lieu à des variations des taux d'intérêt.

Toutefois, je n'irai pas jusqu'à affirmer que tous vos problèmes disparaîtront si l'inflation est maîtrisée et que les fluctuations cycliques s'atténuent. Il me semble plutôt improbable que la demande dans le secteur immobilier, en particulier celle de logements, retrouve les hauts niveaux des années 70 et 80.

Il y a plusieurs raisons à cela. J'aimerais signaler premièrement un facteur d'ordre structurel, qui a peu de chose à voir avec le cycle économique, à savoir l'évolution démographique. De toute évidence, il n'y aura pas dans un avenir prévisible une autre génération issue d'un «baby-boom» qui viendra soutenir un rythme de formation des ménages, une demande de logements, notamment de la part de propriétaires existants souhaitant mieux se loger, et des volumes de ventes au détail aussi élevés que ceux que nous avons observés au cours des deux dernières décennies.

Deuxièmement, les revenus des ménages pourraient ne pas croître aussi rapidement à l'avenir qu'ils ne l'ont fait dans les années 70. À cette époque, l'augmentation constante de la proportion des femmes sur le marché du travail a entraîné une hausse du nombre de personnes touchant un revenu au sein d'un ménage et, par le fait même, un accroissement du revenu total des ménages. Toutefois, la reprise de la croissance de la productivité que favorise le climat actuel de faible inflation devrait alimenter une progression constante et modérée des revenus réels à long terme.

Mais la troisième, et la plus importante peut-être, des raisons pour lesquelles la demande dans le secteur de l'immobilier risque de ne pas remonter aux hauts niveaux qu'elle a déjà enregistrés est la suivante : dans le climat inflationniste des dernières décennies, la demande de biens immobiliers était stimulée par la perception selon laquelle l'achat de ces biens constituait une façon de se prémunir contre l'inflation et, pour les esprits entreprenants, une occasion de profits. En plus de bénéficier de certains avantages fiscaux offerts à cette époque, une personne pouvait accumuler une richesse nette en achetant un actif dont la valeur marchande s'appréciait rapidement et qu'elle finançait par un emprunt fixe en termes nominaux. Ainsi, l'immobilier représentait un placement attrayant pour l'acheteur et créait une importante et intéressante demande de prêts hypothécaires pour les institutions financières. Les personnes qui essayaient des pertes étaient

celles qui ne possédaient pas déjà de biens immobiliers et celles dont l'épargne, placée à taux fixe, servait à financer ces opérations spéculatives.

Une faible inflation réduit l'attrait des biens immobiliers comme placement spéculatif générateur de gains de capitaux et reporte l'attention sur la fonction première de ces biens, qui est d'abriter des ménages, des bureaux ou diverses autres activités commerciales. Pour l'ensemble de l'économie, il s'agit certainement là d'une utilisation plus efficiente de ressources économiques rares. Je dirais même qu'à long terme un faible niveau d'inflation devrait être avantageux pour votre secteur. Comme celui-ci est particulièrement vulnérable à la spéculation et à l'alternance des cycles de surchauffe et de récession, une diminution de la volatilité à l'avenir ne pourra que lui être bénéfique.

La stabilité des prix contribue également à réduire l'incertitude financière, à accroître la confiance des investisseurs et à faire baisser les primes de risque incorporées aux taux d'intérêt, surtout les taux à long terme. Et une baisse des taux d'intérêt facilite l'accession à la propriété de biens immobiliers en général, et de logements en particulier.

Malheureusement, il reste encore beaucoup à faire pour que les primes de risque incorporées à nos taux d'intérêt diminuent. Bien que les participants aux marchés reconnaissent de plus en plus que le Canada est un pays à faible inflation, nos taux d'intérêt demeurent élevés parce que les investisseurs demeurent préoccupés par l'incertitude politique persistante, par l'état de nos finances publiques et par notre endettement extérieur. Je reviendrai sur ce point plus tard.

Permettez-moi de résumer brièvement ma pensée. Vous connaissez mieux que moi les défis que votre secteur doit relever pour se restructurer. J'aimerais cependant que vous reteniez ceci : l'objectif de la politique monétaire canadienne, à savoir la réalisation d'une plus grande stabilité économique grâce à un faible taux d'inflation, permettra, j'en suis convaincu, d'instaurer un climat propice au succès de vos efforts de restructuration et de vos activités futures.

Le point sur la situation économique

Vous êtes probablement intéressés aussi à connaître le point de vue de la Banque sur les perspectives à court terme de l'économie canadienne en général et de votre secteur en particulier.

Après une vive croissance en 1994, l'activité économique au Canada est demeurée sensiblement au même niveau au premier semestre de 1995 qu'à la fin de 1994. Le ralentissement prononcé de l'expansion économique aux États-Unis, la réaction rapide des ménages canadiens à la forte remontée qu'ont enregistrée les taux d'intérêt l'hiver dernier ainsi que l'incertitude au chapitre de l'emploi ont été les principaux facteurs qui ont freiné la croissance économique.

Néanmoins, l'avenir s'annonce plus prometteur. L'activité économique aux États-Unis s'est accélérée, et les cours mondiaux des principaux produits de base que le Canada exporte (à l'exception des produits de l'énergie) restent fermes. Par conséquent, nos exportations ont affiché dernièrement des signes de vigueur. En outre, le renversement de la quasi-totalité de la hausse des taux d'intérêt survenue l'hiver dernier au pays semble avoir stimulé la demande intérieure au second semestre. Parmi les indications récentes d'un redressement de l'activité économique, il convient de mentionner une relance de la production et de la vente de véhicules automobiles de même qu'une reprise de la croissance du niveau global de l'emploi.

Il y a aussi eu un certain regain d'activité dans la vente de logements existants dernièrement, mais cela n'a pas encore donné lieu à un redressement des mises en chantier, dont le niveau demeure très bas. Le secteur de la construction non résidentielle a également été atone, même si une certaine reprise de l'activité a été observée récemment. À mon avis, l'accélération du rythme global de l'expansion économique devrait donner un élan à ces deux secteurs. Mais il ne faut pas s'attendre à ce que la relance dans la construction soit aussi prononcée que lors des phases d'expansion passées. Même s'il existe probablement une forte demande refoulée, le stock de logements neufs invendus reste assez important. Le compartiment commercial de l'immobilier fait aussi face à un déséquilibre des stocks. Et même si la baisse des taux d'intérêt a facilité l'accession à la propriété, les ménages canadiens pourraient demeurer hésitants pendant un certain temps encore en réaction à l'incertitude politique persistante et aux bouleversements à court terme que cause la restructuration dans les secteurs public et privé.

Comme je l'ai fait remarquer au début de mon allocution, le secteur privé a déjà procédé à une importante restructuration. Dans le cas du secteur public, le réaménagement effectué est plus récent, et je voudrais maintenant dire quelques mots sur l'importance qu'il revêt.

Le rôle du redressement des finances publiques

J'aimerais souligner avant tout combien il importe de continuer résolument à assainir les finances publiques au Canada. Une plus grande stabilité économique et financière passe par la prudence sur le plan budgétaire. Dans les circonstances actuelles, cela signifie que les administrations publiques doivent poursuivre sans relâche leurs efforts en vue de réduire leurs déficits et leur haut niveau d'endettement par rapport au PIB.

Il ne fait aucun doute que les primes de risque élevées qui sont incorporées à nos taux d'intérêt tiennent principalement aux préoccupations que suscitent chez les investisseurs les déficits importants de nos gouvernements et les hauts niveaux de la dette publique et de la dette extérieure du Canada qui en découlent. Ces préoccupations ont été amplifiées par l'incertitude entourant la situation politique canadienne. Pour que ces primes de risque diminuent, nous devons faire en sorte que l'inflation demeure faible et que tous les niveaux de gouvernement concertent leurs efforts pour corriger leurs déséquilibres budgétaires. Les administrations publiques canadiennes ont fait un grand pas dans cette voie cette année, ce dont les marchés financiers ont d'ailleurs déjà tenu compte. Toutefois, nous devons faire davantage pour que notre situation budgétaire continue à s'améliorer. Tant que notre niveau d'endettement sera élevé par rapport à la taille de notre économie, nous demeurerons vulnérables aux accès de turbulence qui secouent parfois les marchés financiers.

Conclusions

L'économie canadienne navigue vraiment sur une mer de changements. La transition n'est pas facile et n'est certes pas encore terminée. Mais les premiers résultats que nous avons pu observer me rendent optimiste quant à nos perspectives économiques. Notre taux d'inflation est faible, ce qui nous a permis d'accroître notre productivité, de mieux maîtriser nos coûts et d'être plus compétitifs sur le plan international. Et nous avons bien amorcé le processus d'assainissement de nos finances publiques. Si nous gardons le cap, tant sur le plan budgétaire que monétaire, nous avons les meilleures chances qui soient de réaliser la stabilité des prix et celle de l'économie en général - partant, de créer un climat dans lequel un secteur comme le vôtre pourra opérer avec beaucoup moins d'incertitude que par le passé, et ce pour le bénéfice de tous les Canadiens.