



BANQUE DU CANADA

**Que peut faire la politique monétaire pour
aider l'économie à atteindre son plein
potentiel?**

Allocution prononcée par

Gordon Thiessen

gouverneur de la Banque du Canada

devant le

Canadian Club of Toronto

Toronto (Ontario)

le 1^{er} décembre 1997

Ne pas publier avant le 1^{er} décembre 1997
à 13 h, heure normale de l'Est

Allocution prononcée par Gordon Thiessen
gouverneur de la Banque du Canada
devant le Canadian Club of Toronto
Toronto (Ontario)
le 1^{er} décembre 1997

Que peut faire la politique monétaire pour aider l'économie
à atteindre son plein potentiel?

Nous nous rencontrons aujourd'hui dans une conjoncture empreinte d'incertitude sur la scène économique internationale. Je voudrais donc commencer par examiner l'incidence que pourraient avoir, pour le Canada, les difficultés économiques et financières que connaissent ces derniers temps certains pays d'Asie.

L'agitation et l'incertitude qui ont gagné les marchés financiers à travers le monde par suite des problèmes apparus en Asie du Sud-Est témoignent de l'intégration croissante des économies nationales et des marchés financiers. Ce qui s'est produit en Asie illustre aussi à quel point des politiques macroéconomiques prudentes et une bonne gestion du secteur financier sont essentielles pour que l'économie se comporte bien.

Les mesures qui ont été prises, notamment par l'entremise du Fonds monétaire international, constituent pour les pays asiatiques touchés une première étape importante dans la résolution de leurs difficultés. Je crois que ces mesures ont également contribué au moins à contenir une partie des retombées possibles de ces difficultés sur d'autres pays et, donc, à calmer les marchés financiers mondiaux.

Le Canada n'a pas de liens commerciaux directs très étroits avec les pays du Sud-Est asiatique. Toutefois, ceux que nous entretenons avec le Japon et la Corée ont pour nous une certaine importance, et nous devons aussi tenir compte des effets possibles de la crise sur nos autres partenaires commerciaux. Les problèmes apparus en Asie et les répercussions que ceux-ci pourraient avoir pour le reste de la planète expliquent

probablement en partie le récent fléchissement des prix mondiaux des produits de base, qui, du fait de l'importance que revêtent ces produits pour l'économie canadienne, constitue un facteur de la faiblesse récente du dollar canadien.

Nous estimons pour le moment que ces événements ne devraient pas globalement avoir une incidence marquée sur l'activité économique au Canada. Nous sommes conscients toutefois que certains secteurs et certaines régions au pays seront plus touchés que les autres. L'évolution de la situation en Asie demeurant incertaine, je tiens à vous assurer que nous continuerons de suivre les choses de très près.

Toutefois, même en présence d'une telle incertitude, je trouve très pessimistes les récentes allusions à un risque de déflation à l'échelle mondiale. Il est certes possible que l'agitation venue d'Asie freine quelque peu l'expansion économique mondiale. Mais tant que l'économie la plus importante du monde, à savoir celle des États-Unis, continuera de fonctionner près de limites de sa capacité de production, avec le risque que des pressions à la hausse s'exercent sur son taux d'inflation, la possibilité d'une déflation à l'échelle mondiale restera plutôt faible. Et, très certainement, ce qui importe le plus pour le Canada, c'est la tenue de l'économie américaine.

J'aimerais maintenant clore ce sujet pour vous entretenir de la stratégie que la Banque du Canada a adoptée à plus long terme en matière de politique monétaire.

Lorsqu'on discute de stratégie, il est préférable de commencer par parler de l'objectif visé. La politique monétaire que mène la Banque du Canada a pour objectif ultime d'aider l'économie canadienne à fonctionner à plein régime, ce qui générerait une augmentation du nombre d'emplois et une amélioration du niveau de vie. Je suis certain que tous les Canadiens conviendront du bien-fondé de cet objectif.

Pour réaliser celui-ci, la Banque met en oeuvre une politique qui vise à maintenir un taux d'inflation bas et stable. J'aimerais vous expliquer aujourd'hui pourquoi l'application d'une telle politique constitue le meilleur moyen d'aider l'économie canadienne à atteindre son plein potentiel et de prolonger l'expansion actuelle. C'est dans cette optique que je passerai en revue l'expérience qu'ont vécue récemment les États-Unis, expérience que je trouve à la fois pertinente et instructive.

Vers la pleine utilisation des capacités

La tenue de l'économie canadienne a été plutôt décevante ces 25 dernières années. Notre économie a été soumise à des cycles successifs de surchauffe et de récession, et le taux de chômage a été très élevé. La productivité et, par conséquent, notre niveau de vie n'ont progressé que très graduellement.

Ces constatations ne se limitent pas au Canada. La plupart des pays industriels ont vécu, à des degrés divers, une expérience semblable. Y compris les États-Unis. Toutefois, depuis le début des années 90, l'économie américaine se porte remarquablement bien, beaucoup mieux en fait que les économies des autres pays industriels. Les États-Unis connaissent depuis six ans et demi une expansion vigoureuse. Au cours de cette période, l'emploi a progressé à un taux moyen de 2 % par année. Le taux de chômage a baissé, passant d'un sommet de 8 % à moins de 5 %. Les revenus des ménages se sont accrus de 2 1/2 % par année (après correction des effets de l'inflation). Les entreprises américaines sont devenues très compétitives, même dans des secteurs où les perspectives n'étaient pas très encourageantes à la fin des années 80. Qui plus est, l'inflation s'est inscrite en baisse, quoiqu'elle ait été aidée en cela par certains facteurs temporaires (comme l'appréciation du dollar américain, le recul des prix de l'énergie et les capacités inutilisées dans les pays d'outre-mer).

Pourquoi l'économie américaine a-t-elle été si vigoureuse? Le Canada peut-il tirer une leçon de l'expérience qu'a vécue son voisin?

— Les enseignements à tirer de l'expérience américaine

La tenue remarquable de l'économie américaine s'explique sans doute par un certain nombre de facteurs. Mais, selon moi, il y en a au moins deux qui ont compté pour beaucoup, à savoir l'adaptation rapide de cette économie au progrès technique et à la mondialisation, et la politique crédible de maîtrise de l'inflation qu'a poursuivie la banque centrale des États-Unis.

Dès les années 80, les Américains se sont appliqués à adapter leur économie aux nouvelles réalités que constituent l'intensification de la concurrence à l'échelle mondiale et l'évolution constante de la technologie. Par conséquent, les

États-Unis devançant la plupart des autres pays industriels à ce chapitre. Et avec l'amélioration de la productivité et la solide position concurrentielle des entreprises américaines dans un grand nombre de secteurs, l'économie de ce pays a pu progresser à un rythme rapide et favoriser une hausse durable de l'emploi.

Mais pour tirer pleinement parti de cette augmentation du potentiel de croissance, il fallait que la confiance à l'égard de la politique monétaire soit maintenue. La mise en oeuvre d'une stratégie crédible de réduction de l'inflation a contribué à créer ce climat de confiance. Les autorités monétaires américaines ont donc été en mesure de permettre à l'économie de tester les limites de sa capacité de produire des biens et des services, de créer des emplois et de soutenir une amélioration des revenus. Cela aurait été impossible en période de forte inflation observée et attendue. Dans un tel contexte, les entreprises, les travailleurs et les investisseurs réagissent immédiatement aux signes de pressions de la demande en poussant les prix, les salaires et les taux d'intérêt à la hausse, ce qui a pour effet de réduire les chances que dure l'expansion économique.

Quels gestes la Réserve fédérale a-t-elle posés exactement? Au début des années 90, la reprise économique était freinée aux États-Unis par les difficultés observées dans le secteur bancaire, qui limitaient l'accès au financement et sapait la confiance. Afin de résister à ces « vents contraires », pour reprendre l'expression utilisée par Alan Greenspan, la Réserve fédérale a procédé à un important assouplissement des conditions monétaires. Puis, au début de 1994, lorsqu'il est devenu manifeste que l'économie s'était mise à prendre de l'essor et à progresser sans aide, la Réserve fédérale a commencé à favoriser des conditions monétaires moins expansionnistes.

L'adoption, au moment opportun, de cette mesure préventive, qui visait à modérer l'impulsion donnée par les conditions monétaires, a eu deux effets. Premièrement, elle a rassuré les investisseurs, les entreprises et les consommateurs en leur signalant clairement que la Réserve fédérale ne laisserait pas l'inflation s'accélérer à la faveur de l'essor de l'économie. En effet, si les taux à court terme ont augmenté en 1994 et en 1995, les taux à long terme se sont repliés par la suite, les investisseurs étant davantage convaincus que l'expansion de l'économie américaine resterait non inflationniste et qu'elle allait donc durer. Deuxièmement, cette mesure

préventive a contribué à éviter le resserrement plus marqué et plus perturbateur des conditions monétaires qui se serait imposé plus tard.

Chose certaine, les conditions monétaires moins expansionnistes qui ont été observées depuis n'ont pas stoppé l'expansion économique aux États-Unis, comme certains l'avaient craint alors. Au contraire, celle-ci s'est poursuivie à un bon rythme. Comme la plupart des gens avaient la conviction que la Réserve fédérale était déterminée à maintenir un bas taux d'inflation, il existait une certaine marge de manoeuvre pour explorer la possibilité que les capacités se soient améliorées. Par conséquent, la Réserve fédérale a pu mettre en place des conditions monétaires qui ont encouragé la production et l'emploi à s'accroître à des rythmes qui auraient été insoutenables par le passé. En même temps, le chômage et l'inflation se sont tous deux inscrits en baisse.

Bien sûr, compte tenu des tensions qui se font sentir sur le marché du travail, les pressions inflationnistes pourraient s'intensifier aux États-Unis. Il n'est donc pas exclu que la Réserve fédérale sente un jour la nécessité de relever un peu plus les taux d'intérêt. Toutefois, de telles hausses ne devraient pas être importantes et pourraient être influencées par les répercussions des événements sur la scène internationale dont j'ai parlé plus tôt.

Quels parallèles pouvons-nous établir entre l'expérience américaine et la situation canadienne?

— *L'expérience canadienne récente*

L'adaptation aux forces que sont le progrès technique et la mondialisation s'est opérée plus tard au Canada qu'aux États-Unis. Comme la restructuration a tardé, le Canada a dû prendre des mesures plus énergiques que son voisin américain. Il lui a fallu en faire davantage que ce dernier et en moins de temps. Mais ce qui importe davantage, c'est que la situation budgétaire canadienne était plus critique que celle des États-Unis et nécessitait donc une médecine plus amère. En conséquence, nous avons dû faire face à des perturbations à court terme plus aiguës et avons eu plus de rattrapage à effectuer aux chapitres de la production et de l'emploi.

Les ajustements difficiles mais nécessaires qu'ont dû effectuer nos secteurs privé et public constituent le pendant canadien des vents contraires qu'ont essuyés les États-Unis.

Pour contrebalancer les conséquences directes de ces ajustements ainsi que leurs effets indirects sur la confiance des consommateurs, il fallait que l'économie reçoive un important soutien sur le plan monétaire. La Banque du Canada a été en mesure de fournir ce soutien lorsque les inquiétudes des investisseurs à l'égard des problèmes budgétaires et politiques ont commencé à se dissiper vers la fin de 1995. Nous avons alors procédé à des réductions systématiques des taux d'intérêt pendant un an environ. Tout comme cela avait été le cas aux États-Unis durant la période 1991-1992, les taux à court terme au Canada ont été ramenés au cours de 1995 et 1996 de plus de 6 % à 3 % environ, soit leur niveau le plus faible en plus de 30 ans. Au même moment, le dollar canadien a été relativement bas, ce qui a alimenté le secteur des exportations. Lorsqu'on combine le niveau des taux d'intérêt et celui du taux de change — ce qui est indispensable pour évaluer correctement le degré d'impulsion fourni à l'économie — il apparaît clairement que les conditions monétaires ont été exceptionnellement expansionnistes depuis bien au-delà d'un an au Canada.

De telles conditions étaient parfaitement appropriées tant que notre économie devait essuyer les vents contraires de la restructuration dans les secteurs public et privé. Pour reprendre l'analogie au monde de l'automobile que j'utilise depuis quelque temps dans mes discours, je dirai ceci : il nous fallait en fait « appuyer à fond sur l'accélérateur » pour lutter contre ces vents contraires et faire démarrer l'économie.

La politique monétaire expansionniste que nous avons menée a atteint ses objectifs. L'activité s'est accélérée et la marge de capacités de production inutilisées commence à se rétrécir. Nous estimons que l'économie aura progressé d'environ 4 % de la fin de 1996 à la fin de 1997. L'atténuation des effets des compressions budgétaires ainsi que les signes faisant état de la vigueur continue de la demande, de la production et de l'expansion monétaire laissent présager que la croissance demeurera vive en 1998.

Ainsi, pour ce qui est du cycle économique, nous en sommes à peu près là où se situaient les Américains en 1994.

Quel devrait être le rôle de la politique monétaire durant les prochaines années?

À mesure que l'économie approchera des limites de sa capacité au cours de la prochaine année, le rôle de la politique monétaire sera de veiller à ce que cette progression se fasse sans heurt et qu'il n'y ait pas de résurgence des pressions inflationnistes.

Je tiens à préciser ici que la Banque n'entrevoit pas à l'heure actuelle de surchauffe de l'appareil économique ni de menace imminente du côté de l'inflation. Il subsiste encore une marge de capacités inutilisées dans l'économie, de sorte que l'économie peut croître vigoureusement pendant un certain temps encore. Toutefois, comme les mesures de politique monétaire mettent entre un et deux ans avant de se répercuter pleinement sur l'économie, nous devons être continuellement tournés vers l'avenir et nous interroger sur le type de conditions monétaires dont celle-ci aura alors besoin. Les mesures — particulièrement les mesures budgétaires — nécessaires à la restructuration de notre économie auront déjà été prises pour la plupart à ce moment-là. La politique monétaire n'aura donc plus à faire contrepoids à ce facteur de ralentissement de la demande. En relâchant graduellement la pédale d'accélérateur, et ainsi en stimulant moins l'expansion monétaire, nous permettrons à notre économie de progresser en fin de compte à une vitesse constante et sûre.

Il y a d'autres questions importantes auxquelles nous aurons à faire face dans un avenir un peu plus éloigné. Par exemple, comment se comportera notre économie lorsqu'elle fonctionnera à plein régime? Quel est le rythme de croissance maximal qui peut être soutenu? Jusqu'à quel niveau le taux de chômage peut-il descendre?

Étant donné la complexité des forces qui agissent sur la tenue de notre économie, il n'est pas possible de répondre avec précision à ce genre de questions. Beaucoup en effet dépend de la flexibilité, de l'efficacité et de la productivité des entreprises canadiennes; de l'efficacité avec laquelle les technologies nouvelles seront exploitées; des compétences, du niveau de formation et de la capacité d'adaptation de notre main-d'oeuvre; du degré de maîtrise que nous exercerons sur nos coûts et du sens de l'initiative dont feront preuve les entreprises canadiennes ainsi que de leur capacité de mettre au point des

produits nouveaux et de créer de nouveaux marchés extérieurs ou d'élargir les marchés existants pour écouler ces nouveaux produits.

Néanmoins, je crois que grâce à la restructuration qui s'est opérée dans l'économie canadienne, nous avons de bonnes raisons de croire que nos perspectives actuelles en matière de croissance et de création d'emplois sont meilleures qu'elles ne l'ont été depuis plusieurs années. Je crois également que le maintien de politiques budgétaires et monétaires crédibles jouera un rôle important à cet égard.

La meilleure contribution que la politique monétaire peut apporter à la concrétisation de ces perspectives est de faire en sorte que l'expansion économique demeure viable à moyen terme.

Comme nous l'a enseigné l'expérience des 25 dernières années, nous ne pourrions bénéficier d'une expansion économique durable que si nous évitons une résurgence de l'inflation et les pénibles cycles de surchauffe et de contraction qui l'accompagnent. Ainsi, le défi qui se posera à la politique monétaire sera de favoriser des conditions monétaires qui permettront à l'économie de croître à un rythme où la capacité de production est pleinement utilisée sans que soit compromis le bas taux d'inflation.

C'est en faisant preuve de circonspection dans la conduite de la politique monétaire en période d'essor économique que la Banque pourra fournir aux Canadiens l'assurance que l'inflation ne se déclenchera pas au moment où l'économie commencera à tourner près des limites de sa capacité de production. Si nous réussissons à bâtir cette confiance, nous disposerons alors de la souplesse nécessaire pour pouvoir tester prudemment les limites de la croissance et de l'emploi sans mettre aussitôt l'expansion économique en péril.

Conclusion

Permettez-moi de résumer mes propos d'aujourd'hui.

La politique monétaire très expansionniste mise de l'avant ces dernières années a porté ses fruits. Elle a aidé l'économie à traverser une période de restructuration difficile mais nécessaire. À mesure que l'incidence de cette

restructuration s'atténue et que l'expansion économique se nourrit d'elle-même, le besoin de conditions monétaires aussi expansionnistes s'effrite.

Parce que l'économie met un certain temps à réagir aux mesures de politique monétaire, la Banque doit être tournée vers l'avenir. Cela signifie qu'il nous faut à la Banque agir promptement si nous voulons que l'économie canadienne atteigne son plein potentiel à un rythme de croissance qui puisse être soutenu.

Bien sûr, il faut constamment réévaluer les prévisions concernant les tendances futures de l'économie. Et cela est particulièrement vrai en cette période où les marchés financiers sont agités et où plane encore l'incertitude au sujet des répercussions éventuelles des problèmes de certains pays d'Asie sur l'économie mondiale. Comme je l'ai indiqué précédemment, la Banque continue de surveiller de très près l'évolution de la situation sur la scène internationale.

Abstraction faite des complications que pourrait entraîner une période prolongée d'instabilité à l'échelle mondiale, l'économie canadienne devrait avoir absorbé, d'ici un an environ, les capacités que l'on estime être inutilisées à l'heure actuelle. C'est à ce moment que nous commencerons à percevoir de façon concrète les bénéfices attribuables à la période de restructuration économique que nous avons traversée.

À la faveur du faible taux d'inflation actuel et de l'assainissement des finances publiques, l'économie canadienne est mieux en mesure qu'elle ne l'a été depuis de nombreuses années de surmonter les conséquences de perturbations inattendues sur la scène mondiale et de générer une croissance des revenus et de l'emploi.