



BANQUE DU CANADA

La politique monétaire et les perspectives d'un raffermissement de l'économie canadienne

Allocution prononcée par

Gordon Thiessen

Gouverneur de la Banque du Canada

devant

l'Association canadienne de science économique
des affaires et l'*Ottawa Economics Association*

Ottawa (Ontario)

le 21 mars 1997

Ne pas publier avant le 21 mars 1997

à 12 h, heure normale de l'Est

Allocution prononcée par Gordon Thiessen
gouverneur de la Banque du Canada
devant l'Association canadienne de science économique des
affaires et l'Ottawa Economics Association
Ottawa, Ontario
le 21 mars 1997

La politique monétaire et les perspectives
d'un raffermissement de l'économie canadienne

Ceux et celles qui ont lu la dernière livraison du *Rapport sur la politique monétaire* ou de la *Revue* que publie la Banque du Canada, ou encore le *Rapport annuel* qui vient tout juste de paraître, connaissent bien l'optimisme de la Banque quant aux perspectives économiques du Canada. En gros, nous nous attendons à ce que le rythme de l'expansion s'accélère nettement au cours des prochains mois et à ce que l'inflation demeure faible. Et, compte tenu de l'amélioration des facteurs fondamentaux de notre économie, nous entrevoyons le maintien de bons résultats économiques à moyen terme.

Tout le monde ne partage cependant pas notre optimisme. Certains analystes se montrent plutôt sceptiques à l'égard de nos prévisions, surtout celles qui concernent une reprise assez vigoureuse de la dépense des ménages. Selon eux, le taux d'endettement des ménages canadiens est trop haut, leur taux d'épargne déjà trop faible, et le niveau du chômage trop élevé pour soutenir un accroissement sensible de la dépense.

D'autres semblent croire difficilement qu'un taux soutenu d'expansion économique et le maintien de l'inflation à un bas niveau puissent aller de pair. Certains d'entre eux ont peur que la Banque ne réagisse trop rapidement à une accélération de l'inflation et n'entrave ainsi la reprise économique. Il y en a

également qui craignent que la Banque ne lâche la bride à l'inflation, avec tous les coûts que cela entraînerait.

J'aimerais profiter de l'occasion qui m'est offerte aujourd'hui pour répondre à certains de ces arguments. Je suis convaincu de pouvoir fournir aux Canadiens de bonnes raisons - et la politique monétaire en est une - d'envisager leur avenir économique avec optimisme.

Les raisons de l'optimisme de la Banque

L'économie canadienne traverse une période de transformation en profondeur qui, manifestement, n'est pas encore terminée. Cette restructuration est la conséquence de l'évolution rapide de la technologie, de l'ouverture et de la compétitivité croissantes des marchés mondiaux, du recul du taux d'inflation au pays par rapport aux niveaux élevés atteints dans le passé et de la nécessité d'inverser la tendance, intenable, à l'accumulation de dettes, en particulier par les administrations publiques canadiennes.

Ces dernières années cependant, le Canada a fait de grands progrès pour régler ces questions, de sorte que, selon moi, notre secteur privé est maintenant beaucoup plus efficient et plus compétitif. Nos politiques macroéconomiques sont aussi fondamentalement meilleures. Les politiques budgétaires appliquées pour réduire les déficits ont porté leurs fruits, et les administrations publiques deviennent de moins en moins vulnérables en matière d'endettement. L'inflation est faible, et son niveau à l'intérieur de la fourchette visée par la Banque est relativement stable.

L'amélioration de l'ensemble des facteurs fondamentaux de notre économie a favorisé le repli marqué qu'ont enregistré nos taux d'intérêt au cours des douze derniers mois environ. La plupart des taux d'intérêt canadiens sont à leurs plus bas niveaux depuis les années 60, et les écarts négatifs qui les séparent des taux américains, pour les échéances allant jusqu'à dix ans, sont les plus prononcés qu'on ait observés depuis longtemps.

La morosité suscitée par la situation économique au cours de la dernière année tenait en partie au sentiment que

l'impulsion donnée à l'activité économique par le repli des taux d'intérêt mettait beaucoup de temps à se répercuter sur la dépense et l'emploi. Il y a évidemment des décalages, que l'on estime généralement être de l'ordre de 12 à 18 mois, entre le moment où sont prises les mesures de politique monétaire et celui où elles font sentir leurs effets sur l'économie. Toutefois, ce qui semble ne pas avoir été saisi parfaitement, c'est que le mouvement de recul des taux d'intérêt à court terme amorcé au printemps de 1995 n'était au départ qu'un renversement de la montée survenue après la crise monétaire au Mexique et avant le dépôt du budget fédéral de 1995. L'assouplissement proprement dit des conditions monétaires par rapport à 1994 n'a effectivement débuté que vers la fin de 1995, après la tenue du référendum au Québec, et s'est poursuivi pendant un an, jusque vers la fin de 1996. Il n'est donc pas surprenant que nous ayons dû attendre jusqu'à tout récemment pour percevoir les signes de la réaction de l'économie à cet assouplissement.

Compte tenu des décalages dont je viens de parler, la détente des conditions monétaires devrait continuer à stimuler la croissance de la production et de l'emploi pendant un certain temps encore. C'est pourquoi nous prévoyons un rythme d'expansion de l'activité économique supérieur à celui de la production potentielle en 1997 et en 1998. En d'autres termes, nous nous attendons à ce que la marge de capacités inutilisées se rétrécisse considérablement au cours des deux prochaines années.

J'ai mentionné tout à l'heure que nos pronostics laissent certaines personnes sceptiques. Pour elles, ce ne sont pas les décalages qui sont en cause. Elles soutiennent plutôt que les très faibles taux d'intérêt que nous connaissons actuellement ne suffiront pas à stimuler davantage la dépense des ménages à cause des hauts niveaux d'endettement et du faible taux d'épargne de ces derniers, ainsi que du taux élevé de chômage.

Je ne dis pas que ces facteurs ne peuvent pas atténuer l'effet des bas taux d'intérêt. Ils le peuvent certainement. Mais, à mon avis, ils ne sont pas suffisamment forts pour l'annuler. Examinons ces trois facteurs un à un.

Premièrement, le niveau d'endettement des ménages. Il est vrai que celui-ci, à plus de 90 %, est élevé par rapport au revenu disponible des particuliers. Mais le fardeau du service

de la dette des ménages ne représente que 8 % du revenu disponible – une nette diminution par rapport au sommet de 1990 – et on prévoit qu'il continuera de s'alléger à mesure que les emprunts seront renouvelés ou que de nouveaux emprunts seront contractés à des taux plus bas. En outre, plus des trois quarts de la dette des ménages sont composés d'emprunts hypothécaires, lesquels ont financé des achats de logements. Les ménages ont aussi accumulé des actifs financiers. En fait, la valeur nette du secteur des ménages s'est accrue même si les avoirs et les engagements n'y sont évidemment pas répartis également. Mais ce qui importe, c'est que le secteur des ménages pris dans son ensemble ne croule pas sous des dettes, qu'il n'est pas aux prises avec des frais d'intérêts élevés et qu'il n'est pas dépourvu d'actifs ou de pouvoir d'achat.

Le second facteur évoqué est le taux d'épargne des particuliers. La façon dont ce taux est mesuré soulève certaines réserves, valables, selon lesquelles on sous-estimerait l'épargne en ne tenant pas compte des plus-values en capital, surtout sur les placements en actions, compte tenu de la hausse des valeurs boursières. Je m'en tiendrai donc à la mesure traditionnelle de l'épargne des particuliers, qui indique que le taux d'épargne était de 3 1/4 % au quatrième trimestre de 1996, ce qui est effectivement faible. Mais cela ne veut pas dire que ce taux ne pourrait pas rester faible pendant un certain temps, voire baisser temporairement, pendant que l'économie reprend de la vigueur. C'est en fait ce à quoi nous pourrions nous attendre si un grand nombre de ménages décidaient d'encaisser certains des actifs financiers accumulés pour pouvoir dépenser.

Vient en troisième lieu notre taux élevé de chômage. La question du taux de chômage est souvent posée comme s'il s'agissait d'une situation sans issue : un taux de chômage élevé décourage les gens de dépenser, ce qui maintient le chômage élevé et déprime la dépense encore davantage. Je suis d'avis que ce sombre tableau exagère l'étendue du problème étant donné que plus de 90 % de la population active **occupe** un emploi. On procède encore, j'en conviens, à des compressions et à des licenciements, particulièrement dans le secteur public. Mais l'emploi continue de progresser dans le secteur privé. Depuis le début de l'année, quelque 210 000 nouveaux emplois en chiffres nets y ont été créés, soit six fois plus que le nombre d'emplois éliminés dans le secteur public. Certes, la situation de l'emploi demeure

préoccupante, mais l'accélération de la croissance de la production qui s'est amorcée au second semestre de l'année dernière devrait entraîner une progression soutenue de l'emploi dans le secteur privé tout au long de 1997 et ainsi raviver la confiance des consommateurs.

Après analyse, les arguments avancés à l'encontre d'une forte reprise de la demande des consommateurs ne m'ont pas convaincu, comme vous vous en êtes rendus compte. En outre, nous devons opposer aux facteurs négatifs l'ampleur de la détente des taux d'intérêt enregistrée depuis la fin de 1995. Les taux à court terme ont reculé de 3 points de pourcentage, les taux à moyen terme, de 2 points, et les taux à long terme, d'environ 1 point et demi. Une autre indication de la mesure dans laquelle ont été assouplies les conditions monétaires est donnée par l'augmentation de l'agrégat monétaire au sens étroit M1. Cet agrégat, qui joue le rôle d'indicateur précurseur de l'expansion à court terme de l'économie réelle, a atteint récemment un taux de croissance supérieur à 15 % d'une année sur l'autre.

Mais, en fin de compte, ce sont évidemment les résultats économiques provenant des secteurs sensibles aux taux d'intérêt qui sont les plus révélateurs. Comme en témoignent les résultats du deuxième semestre de 1996, et comme le confirment les tout derniers indicateurs mensuels, les dépenses consacrées au logement, aux véhicules automobiles et à d'autres biens durables ont fortement augmenté. Les ventes dans ces compartiments se sont redressées à la faveur du recul des taux d'intérêt, tel que prévu.

Tout bien considéré, je crois que nous avons de bonnes raisons de nous attendre à ce que l'expansion économique soit vigoureuse au cours des prochains mois.

Y a-t-il un risque que l'inflation s'accélère?

Voyons maintenant quelles répercussions une expansion économique vigoureuse aurait sur l'inflation. Si, comme le prévoit la Banque, l'économie croît à un rythme supérieur à celui de la production potentielle, l'inflation ne risque-t-elle pas de s'accélérer? Comme je l'ai mentionné, cette question suscite, semble-t-il, deux préoccupations diamétralement opposées. Il y en a qui craignent que la Banque ne réagisse trop rapidement ou

indûment à une accélération de l'inflation et ne freine ainsi l'expansion économique. D'autres ont peur que la Banque ne lâche la bride à l'inflation, ce qui provoquerait un nouveau cycle de surchauffe et de récession.

Il semble y avoir un certain degré de confusion à ce sujet. Certaines personnes supposent, paraît-il, que c'est la **vitesse** à laquelle l'économie croît qui détermine s'il y a intensification ou atténuation des pressions inflationnistes. Il est vrai que le rythme d'expansion a son importance, mais nous croyons que ce qui compte vraiment, c'est le **niveau** de l'activité par rapport à la capacité de production de l'économie - en d'autres termes, la marge des capacités inutilisées ou l'écart de production observé dans l'économie. La taille de l'écart de production, conjuguée aux attentes d'inflation, constitue la principale force qui détermine l'intensification ou l'atténuation des pressions inflationnistes.

On s'attendrait donc à ce que l'inflation ne commence à s'accélérer qu'au terme d'une période au cours de laquelle la demande globale aurait dépassé la capacité de production de l'économie pouvant être soutenue. Ce n'est certainement pas la situation qu'on observe au Canada à l'heure actuelle. En fait, la marge des capacités inutilisées chez nous est assez importante. Même en tenant compte de l'accélération de l'activité économique au second semestre de 1996, nous estimons que le PIB réel était encore probablement inférieur en moyenne de 3 % environ au niveau de la production potentielle.

Cela signifie que l'économie canadienne devrait être en mesure de faire face, au cours des prochains trimestres, à une croissance robuste de la production et de l'emploi supérieure à celle de la production potentielle, sans qu'il y ait pour autant une recrudescence de l'inflation.

Mais alors, que penser de l'expansion rapide de la masse monétaire que nous observons actuellement? N'est-elle pas inflationniste?

Le taux d'accroissement de 15 % d'une année sur l'autre que connaît l'agrégat M1, et dont j'ai parlé tout à l'heure, est assurément élevé et ne serait pas, s'il se maintenait pendant très longtemps, compatible avec le maintien d'un bas taux

d'inflation. Mais, pour le moment, étant donné la présence de certains facteurs spéciaux, il est permis de croire qu'une accélération temporaire de M1 **ne** serait **pas** inflationniste. Je pense notamment aux récents changements qui ont touché les comptes courants des sociétés et à la nécessité d'ajuster le niveau des encaisses de transaction, compte tenu du fait que les taux d'intérêt sont bas et que l'économie progresse vers la pleine utilisation de ses capacités. En outre, l'évolution récente des agrégats au sens plus large continue de laisser présager un bas taux d'inflation.

Le rôle important des cibles de maîtrise de l'inflation

L'existence des cibles de maîtrise de l'inflation et leur rôle dans la conduite de la politique monétaire par la Banque donnent plus de poids au pronostic d'une expansion économique non inflationniste.

D'abord, grâce au succès avec lequel nous avons atteint ces cibles et à la crédibilité croissante dont elles jouissent, les attentes d'inflation semblent s'être atténuées. Cela rend notre tâche plus facile ces jours-ci. Par le passé, lorsque l'inflation était élevée, tout signe d'un choc possible de la demande ou des prix aggravait ces attentes et intensifiait les pressions à la hausse sur l'inflation.

Les cibles de maîtrise de l'inflation jouent également un rôle important quand vient le temps de faire face à la possibilité de variations de la croissance de la production potentielle dans l'économie. Ces variations peuvent découler, par exemple, d'un accroissement du stock de capital et de gains de productivité. La croissance de la production potentielle de l'économie canadienne devrait s'accélérer au cours des prochaines années à la faveur de la remontée cyclique de la productivité et des améliorations découlant de la restructuration en cours et des investissements dans les technologies nouvelles. Il y a à l'heure actuelle, surtout aux États-Unis, un débat autour de la question de savoir si le mode de fonctionnement de l'économie n'a pas subi de changement structurel. On se demande notamment si l'ouverture et la compétitivité accrues des marchés internationaux ont effectivement rendu l'économie plus apte à progresser sans engendrer de pressions inflationnistes.

La Banque s'efforce de prendre toutes ces considérations en compte au moment où elle forme son opinion sur les perspectives en matière d'inflation. Mais l'estimation de la production potentielle est un exercice difficile, qui comporte une importante marge d'erreur. L'avantage d'une politique monétaire axée sur des cibles de maîtrise de l'inflation est d'empêcher la Banque de faire involontairement et constamment des erreurs d'appréciation systématiques au sujet de la vitesse à laquelle l'économie peut croître. Voyons comment cela fonctionne. Une amélioration imprévue du potentiel de croissance a tendance à exercer des pressions à la baisse inattendues sur l'inflation; cela encourage la Banque à assouplir les conditions monétaires afin de favoriser une croissance plus rapide de la production et de l'emploi et d'éviter que le taux d'inflation ne tombe en deçà de la limite inférieure de la fourchette cible. La situation inverse se produit si le potentiel de croissance augmente plus lentement qu'on ne le pense et l'inflation s'inscrit en hausse.

Par ailleurs, en réagissant à la tendance de l'inflation par rapport à la fourchette cible de la manière que je viens de décrire, la politique monétaire joue aussi à moyen terme le rôle important de stabilisateur de l'économie en période de fluctuations cycliques. Le respect des cibles fixées incite effectivement la Banque à resserrer les conditions monétaires lorsque la demande s'approche des niveaux insoutenables et pousse l'appareil de production aux limites de sa capacité. Mais il l'incite aussi à les assouplir lorsque la demande est faible et qu'il y a des capacités inutilisées dans l'économie.

Les cibles de maîtrise de l'inflation visaient au départ à contribuer à la réduction ordonnée d'une inflation élevée persistante. Mais, je crois qu'elles continuent de fournir le meilleur cadre qui soit pour la conduite de la politique monétaire, même lorsque les taux d'inflation sont faibles.

Conclusion

Le Canada a fait des progrès notables ces dernières années en ce qui concerne le rétablissement de la crédibilité de ses politiques macroéconomiques et la mise en place des ajustements nécessaires à l'instauration d'une économie plus

efficace et plus prospère dans l'avenir. Nous commençons maintenant à sentir les bienfaits de cette transformation économique.

La meilleure contribution que la Banque du Canada puisse apporter au maintien de ces tendances positives est de favoriser un climat de confiance et de stabilité monétaires. C'est précisément ce que nous entendons instaurer grâce à l'engagement que nous avons pris à l'égard des cibles de maîtrise de l'inflation.