



BANQUE DU CANADA

---

## **La tenue récente de l'économie canadienne et les prochains défis de la politique monétaire**

Allocution prononcée par

---

Gordon Thiessen  
gouverneur de la Banque du Canada

devant

---

le New England-Canadian Business Council  
Boston (États-Unis)  
le 16 septembre 1997

Ne pas publier avant le 16 septembre 1997  
à 12 h, heure avancée de l'Est

---

Allocution prononcée par Gordon Thiessen  
gouverneur de la Banque du Canada  
devant le New England-Canadian Business Council  
Boston (États-Unis)  
le 16 septembre 1997

---

La tenue récente de l'économie canadienne et  
les prochains défis de la politique monétaire

La dernière allocution que j'ai prononcée aux États-Unis remonte à un peu plus de deux ans. Depuis, la situation économique de nos deux pays a beaucoup évolué.

Je demeure impressionné notamment par la tenue remarquable de l'économie américaine, qui a connu ces six dernières années une expansion soutenue ainsi qu'une forte création d'emplois et une faible inflation.

Voisin et grand partenaire commercial des États-Unis, le Canada a certainement bénéficié de la vigueur de l'économie de ce pays.

Et ce qui se produit aux États-Unis a, je crois, des résonances pour le Canada à d'autres points de vue. Premièrement, c'est souvent par rapport à la tenue de l'économie américaine que nous évaluons les résultats de la nôtre. Deuxièmement, à mesure que se résorbent les capacités inutilisées dans l'économie canadienne, notre pays devra faire face, dans la conduite de sa politique monétaire, à des défis semblables à ceux qu'a dû affronter la Réserve fédérale lorsqu'elle tentait d'amener l'économie américaine sur la voie d'une expansion durable et non inflationniste. L'expérience qu'ont vécue récemment les États-Unis à ce chapitre présente donc un intérêt particulier pour nous.

Aujourd'hui, je voudrais discuter de la tenue récente de l'économie canadienne et des défis qui s'annoncent en matière de politique monétaire. Ce faisant, je mettrai l'accent sur l'engagement soutenu de la Banque du Canada envers la poursuite de cibles explicites de maîtrise de l'inflation à un bas niveau. Entre autres avantages, ces cibles fournissent un point d'ancrage aux attentes qu'entretient le marché à l'égard des fluctuations

futures du taux de change. Je discuterai également du rôle que joue le taux de change dans la conduite de la politique monétaire au Canada.

### La tenue récente de l'économie canadienne

Examinons d'abord comment s'est comportée récemment l'économie du Canada par rapport à celle des États-Unis.

En ce qui concerne la croissance économique et la création d'emplois, il ne fait aucun doute que le Canada n'a pas réussi aussi bien que les États-Unis au cours des années 90. Et même si, à mon avis, il y a de bonnes raisons qui expliquent cet état de choses, il n'en demeure pas moins que le Canada a encore du travail à faire.

Pourquoi la croissance de la production et de l'emploi a-t-elle été plus modeste au Canada qu'aux États-Unis ces dernières années?

À mon avis, cela tient à la transformation majeure qui s'opère dans l'économie canadienne depuis le début de la décennie. Cette transformation découle des facteurs universels que sont la mondialisation et le progrès technique ainsi que du besoin de corriger les excès et les déséquilibres observés dans les années 70 et 80. Permettez-moi de vous rappeler que, pendant cette période, la forte inflation observée et attendue avait provoqué une escalade des coûts de production, des opérations spéculatives et un accroissement de l'endettement des ménages, des entreprises et des administrations publiques canadiennes. Notre dette extérieure aussi augmentait rapidement, de même que les primes de risque incorporées à nos taux d'intérêt, ce qui nous a rendus très vulnérables. Vers la fin des années 80, la situation était devenue intenable. Le Canada devait procéder à des ajustements.

Bien sûr, les États-Unis ont également eu à faire face à beaucoup de ces changements. Alors pourquoi la restructuration a-t-elle été plus intense et plus perturbante au Canada? Selon moi, entre autres raisons importantes, c'est parce que les distorsions dues à la forte inflation étaient plus prononcées au Canada qu'aux États-Unis et que l'adaptation à la mondialisation et au progrès technique a mis du temps à se mettre en branle chez nous. Le Canada a donc dû mettre les bouchées doubles par la suite.

La restructuration économique a engendré des perturbations intenses à court terme. Les fermetures d'usines, les compressions dans les grands programmes gouvernementaux et les mises à pied dans les secteurs public et privé ont fait

naître beaucoup d'incertitude chez les ménages canadiens. De plus, un autre élément défavorable a été les fortes hausses des taux d'intérêt survenues en 1994 et au début de 1995, la nervosité des investisseurs à l'égard de la situation financière et politique du Canada s'étant accentuée dans le sillage des chocs qui ont secoué les marchés financiers internationaux. Tout cela a rendu les Canadiens inquiets face à l'avenir et prudents dans leurs dépenses, ce qui a freiné la production et l'emploi.

Mais la restructuration a aussi produit des résultats particulièrement encourageants. La transformation qu'a connue l'économie canadienne ces dernières années a été plutôt profonde, de sorte que celle-ci repose maintenant sur des bases beaucoup plus saines. Au cours des derniers cinq ans et demi, l'inflation s'est maintenue en moyenne juste en dessous de 2 %, soit un niveau nettement inférieur à celui des États-Unis. La faiblesse de l'inflation et le bas niveau des taux d'intérêt aidant, les entreprises canadiennes ont pu investir dans de nouvelles technologies et rationaliser leurs opérations afin de devenir plus efficaces, plus productives et plus compétitives à l'échelle internationale. Les administrations publiques canadiennes ont adopté des mesures en vue de réduire leurs déficits et de sortir de la situation précaire dans laquelle les avait poussées leur niveau d'endettement. De plus, les succès enregistrés au chapitre de l'exportation et l'assainissement des finances publiques nous ont permis d'alléger considérablement l'important déficit persistant de notre balance des paiements.

L'amélioration des facteurs fondamentaux de l'économie canadienne a eu des répercussions positives sur les marchés financiers. C'est grâce à elle, en effet, que les primes de risque exigées par les investisseurs sur les avoirs en dollars canadiens ont chuté ces deux dernières années et que les marchés pensent aujourd'hui que le dollar canadien pourrait s'apprécier au fil du temps, ce qui permet aux taux d'intérêt pour les échéances allant jusqu'à 30 ans de demeurer en deçà de leurs pendants américains. À la Banque du Canada, nous partageons ce point de vue au sujet des perspectives d'évolution du dollar canadien.

Le bas niveau des taux d'intérêt au Canada est un important stimulant pour la dépense intérieure. En raison des décalages qui interviennent dans le processus, les ménages et les entreprises ont mis un certain temps à réagir, mais nous avons maintenant de solides preuves, particulièrement dans les secteurs sensibles aux taux d'intérêt, qui nous permettent d'affirmer que la consommation s'est redressée. En outre, les entreprises continuent d'augmenter leurs investissements. De plus, les derniers sondages portant sur la confiance des consommateurs et des entreprises laissent présager une expansion soutenue de la

dépense intérieure dans les mois à venir. Et il est particulièrement encourageant de constater que la croissance globale de l'emploi s'est accélérée récemment, en dépit des compressions dans le secteur public, et que le nombre des emplois à plein temps s'est considérablement accru.

En somme, il me semble que l'économie canadienne est bien placée pour connaître une longue période de croissance soutenue aux chapitres de la production et de l'emploi, de même qu'une hausse de la productivité et une amélioration des niveaux de vie.

### Les prochains défis

Comment la politique monétaire peut-elle contribuer à la concrétisation de ces perspectives de croissance?

Face à une économie canadienne qui prend de l'essor, la politique monétaire aura pour défi dans la période qui vient de promouvoir des conditions monétaires qui préservent les bons résultats enregistrés sur le front de l'inflation, car une inflation faible est indispensable à une expansion économique durable.

Nous savons par expérience que les mesures monétaires expansionnistes qui exercent pendant trop longtemps des pressions excessives sur les limites de la capacité de production mènent inévitablement à une poussée inflationniste et au genre de cycles de surchauffe et de récession dont a souffert le Canada à compter des années 70 et jusqu'au début des années 90.

Il peut sembler hors de propos de se soucier de l'inflation en ce moment. Mais il existe un décalage relativement long avant que les mesures de politique monétaire ne fassent sentir pleinement leurs effets sur l'économie. Aussi, ce qui doit nous préoccuper maintenant, ce n'est pas tant le taux d'inflation actuel que celui que nous pourrions avoir en 1998 et par la suite.

Pour que le taux d'inflation reste bas et stable dans les mois qui viennent, nous devons mener la politique monétaire de manière à prévoir et à prévenir les coups. Cela veut dire que nous devons être prêts à intervenir promptement pour faire en sorte que, à mesure que sont absorbées les capacités de production inutilisées, le rythme de l'activité économique se rapproche sans heurt de celui qui correspond à la production potentielle, c'est-à-dire celui auquel l'économie est en mesure de produire de façon soutenue.

À notre avis, les capacités excédentaires actuelles au sein de l'économie canadienne devraient effectivement être absorbées au cours des deux prochaines années environ. Il y aura donc lieu d'orchestrer le passage à des conditions monétaires moins souples au cours des mois à venir. C'est en procédant à pas mesurés et opportuns dans cette direction que nous pourrons éviter le resserrement plus marqué, et potentiellement plus déstabilisant, qui s'imposerait plus tard si nous ne faisons pas diligence.

À mesure que l'appareil de production approchera de sa pleine capacité au Canada, nous devons composer avec le caractère très incertain des estimations de la production potentielle. À la lumière de l'expérience récente des États-Unis où, malgré un niveau élevé d'utilisation des ressources, on ne remarque toujours pas de signe de pressions inflationnistes généralisées, on peut se demander si les relations qui avaient cours autrefois ont été modifiées par des changements structurels à l'échelle nationale et internationale. Il est possible en effet que les nouvelles technologies aient augmenté l'adaptabilité et l'efficacité des processus de production. La concurrence internationale accrue et la faible inflation à l'échelle mondiale peuvent avoir entraîné une atténuation des attentes en matière d'inflation et un changement dans les pratiques de fixation des prix et des salaires.

Les responsables de la politique monétaire doivent trouver un moyen de tenir compte de tous ces facteurs afin d'éviter une mauvaise évaluation systématique de la production potentielle et des risques d'inflation. Je suis d'avis que la poursuite d'une cible de maîtrise de l'inflation au Canada constitue à cet égard un excellent outil. Je m'explique.

Notre cible, déterminée conjointement avec le gouvernement du Canada, confine l'inflation à une fourchette de 1 à 3 %. Un des avantages que présente la poursuite d'une cible explicite de maîtrise de l'inflation est que cela permet d'évaluer la tenue globale de l'économie simplement en comparant la tendance du taux d'inflation à la fourchette cible. Lorsque la tendance de l'inflation semble devoir dépasser la limite supérieure de la fourchette cible, c'est que la demande est trop forte pour être soutenue. En revanche, lorsqu'elle semble devoir tomber en dessous de la limite inférieure, c'est que la demande est faible et qu'il subsiste une marge de capacités inutilisées.

En outre si, pour une raison quelconque, nous évaluons continuellement mal la capacité de production de l'économie, nous verrons sans doute apparaître une tendance inattendue dans le taux d'inflation. Par exemple, si le taux est constamment plus bas qu'on ne l'aurait estimé dans le passé en se fondant sur le

niveau de la demande globale et qu'il a tendance à glisser vers la limite inférieure de la fourchette cible, il y a de bonnes chances pour que l'économie ait la capacité d'absorber un niveau de demande plus élevé qu'on ne l'avait d'abord cru. Ainsi, la fourchette cible permet d'éviter les erreurs systématiques en matière d'estimation de la production potentielle.

Toutefois, pour tenir compte de pareils signaux dans la formulation de sa politique monétaire, la banque centrale doit d'abord s'assurer que sa stratégie de maîtrise de l'inflation inspire confiance. Pourquoi? Parce que les entreprises et les particuliers ne réagiront pas immédiatement à des signes de fortes pressions de la demande en réclamant une hausse des prix et des salaires car il est généralement admis que la banque centrale mettra un frein à l'inflation. Ce qui s'est produit récemment aux États-Unis en témoigne. En effet, la Réserve fédérale a mis à contribution la forte crédibilité dont elle jouit pour prendre en compte les changements possibles dans la structure économique que j'ai déjà mentionnés et guider avec succès l'économie américaine vers des niveaux de demande globale et d'emploi qui, dans le passé, auraient paru incompatibles avec le maintien d'un faible taux d'inflation.

C'est en menant une politique monétaire empreinte de prudence en période de reprise économique que la Banque du Canada bâtit la crédibilité dont elle aura besoin quand l'économie canadienne commencera à fonctionner à des niveaux proches des limites de sa capacité.

### Le rôle du taux de change

Je voudrais maintenant prendre quelques minutes pour souligner le rôle important que le taux de change joue dans la conduite de la politique monétaire canadienne et pour expliquer ce que j'entendais par l'expression « conditions monétaires ».

Dans une économie ouverte de taille moyenne comme celle du Canada, une bonne partie de l'incidence des mesures de politique monétaire est transmise par l'intermédiaire du taux de change. Toutefois, comme la réaction des marchés financiers n'est pas toujours entièrement prévisible, nous ne pouvons pas connaître exactement à l'avance les mouvements et interactions des taux d'intérêt et du taux de change. C'est pourquoi nous avons jugé utile, à la Banque, de construire un indice des conditions monétaires qui nous aide à surveiller l'effet combiné de ces deux variables sur la demande globale au Canada.

Pour comprendre comment nous utilisons les conditions monétaires dans la pratique, jetons un regard sur la situation récente où, en raison de différences dans les positions

conjoncturelles, l'économie canadienne a été moins robuste que celle des États-Unis. Dans de telles circonstances, un assouplissement des conditions monétaires au Canada s'imposait; la Banque du Canada a donc dû intervenir pour faire baisser les taux d'intérêt. Cependant, la taille des réductions de taux et le moment des interventions étaient dans une large mesure fonction de la réaction du taux de change. La stabilité relative du dollar canadien entre la fin de 1995 et la fin de 1996 a permis d'assouplir les conditions monétaires au moyen de baisses mesurées des taux d'intérêt. La remontée de la monnaie canadienne à la fin de 1996 a accéléré le repli des taux d'intérêt, la Banque du Canada cherchant à maintenir le degré d'assouplissement atteint à l'automne 1996. Compte tenu du raffermissement que connaît l'économie depuis, la faiblesse persistante du dollar jusqu'à la fin de juin 1997 a nécessité une légère hausse des taux d'intérêt pour compenser un nouveau relâchement, non souhaité, des conditions monétaires.

J'ajouterai que, comme l'écart négatif entre les taux canadiens et américains était dicté par les différences dans les positions conjoncturelles des deux pays, les marchés ont conclu - avec raison - que la faiblesse relative du dollar canadien était temporaire et qu'une appréciation future viendrait indemniser les investisseurs pour le rendement moins élevé de leurs avoirs en dollars canadiens. Toutefois, l'expérience nous a appris que cette interaction entre le taux de change et le taux d'intérêt ne fonctionne bien que lorsque les marchés ne sont pas préoccupés par les politiques économiques canadiennes. Comme nous l'avons appris en 1994-1995 lorsque la politique budgétaire soulevait certaines inquiétudes, un déclin de la valeur du dollar canadien peut engendrer une perte de confiance et créer des attentes d'une nouvelle dépréciation plutôt que d'une appréciation subséquente de la monnaie.

On peut dire en résumé qu'en régime de change flottant, les participants au marché ont besoin d'un cadre de politiques cohérent et crédible auquel ils peuvent ancrer leurs attentes à l'égard des variations du taux de change. Pareil cadre repose avant tout sur la volonté ferme des autorités de préserver la valeur de la monnaie sur le marché intérieur. À mon avis, nos cibles de maîtrise de l'inflation, qui illustrent clairement et précisément notre engagement à cet égard, apportent un solide soutien à la valeur externe du dollar canadien.

### Conclusion

Quel message véhiculent mes propos aujourd'hui?

Le Canada est maintenant en meilleure position qu'il ne l'a été depuis des années pour faire face aux défis économiques



de l'avenir et récolter les bénéfices des progrès techniques et de l'intégration croissante de l'économie mondiale. Pour qu'il y parvienne cependant, les autorités devront rester déterminées à poursuivre des politiques économiques prudentes et crédibles. Cela veut dire, en ce qui concerne la politique monétaire, qu'elles doivent s'engager à préserver la bonne tenue du Canada en matière d'inflation. C'est un engagement que je peux prendre sans réserve.