



BANQUE DU CANADA

L'économie et les marchés financiers

Allocution prononcée par

John W. Crow

Gouverneur de la Banque du Canada

à l'occasion d'un déjeuner

organisé par la Chambre de commerce de Vancouver

à Vancouver (Colombie-Britannique)

le 24 janvier 1989

**Ne pas publier avant le 24 janvier 1989
à 13 h , heure normale du Pacifique
à 16 h, heure normale de l'Est**

L'économie et les marchés financiers
Allocution prononcée par
John W. Crow
Gouverneur de la Banque du Canada
à un déjeuner
à Vancouver (Colombie-Britannique)
le mardi 24 janvier 1989

Le début d'une année nouvelle est traditionnellement le moment d'examiner la situation actuelle et les événements qui nous y ont conduits. C'est aussi le moment où l'on mesure les défis que l'avenir nous réserve. C'est un peu ce que je me propose de faire aujourd'hui. J'espère simplement que je ne m'y prends pas trop tard, car après tout le printemps est à vos portes.

Je vais, si vous le voulez bien, commencer par la scène internationale. À cet égard, le fait le plus marquant en 1988 a été la progression impressionnante de l'activité économique dans les principaux pays industriels. Prises collectivement, les économies des pays du Groupe des sept ont affiché un rythme de croissance voisin de 4 %. Ce n'est guère ce à quoi on s'attendait au début de l'année dernière. Étant donné que l'activité économique enregistrait des gains marqués depuis cinq années ou presque et que sa croissance avait été particulièrement vigoureuse en 1987, la plupart des prévisionnistes avaient pronostiqué un certain ralentissement pour 1988, et ce, avant même la chute boursière d'octobre 1987. Les pronostics étaient encore moins optimistes après le krach.

Pourquoi le ralentissement attendu ne s'est-il pas produit? Il semble qu'il y ait à cela un certain nombre de facteurs. Pour ce qui est du marché boursier, une raison que je trouve particulièrement gratifiante est que les banques

centrales des principaux pays ont réagi au krach avec diligence et vigueur pour éviter les conséquences les plus nocives que celui-ci pouvait avoir sur les marchés financiers en général. Une autre raison, liée en partie à la première, est que la confiance des consommateurs et des entreprises, moteur de l'expansion qui avait précédé le krach, ne s'est pas effritée après lui. Et la poussée de la dépense, qu'on avait largement sous-estimée à l'époque, s'est nettement poursuivie tout le long de 1988.

Toutefois, nous pouvons à juste titre nous demander pourquoi les dépenses de consommation, et surtout les dépenses d'investissement, sont restées aussi vigoureuses dans un si grand nombre de pays industriels. On peut trouver un élément de réponse dans la faiblesse des prix des produits de base en général et de ceux du pétrole en particulier, qui a été observée durant la majeure partie des années 80. Les Canadiens résidant dans l'Ouest du pays connaissent, bien sûr, les effets défavorables que la faiblesse des prix a eus sur les revenus réels des producteurs concernés. Par contre, les consommateurs de produits de base, qui forment la majorité du groupe des pays industriels, ont bénéficié de l'incidence que les bas prix ont eue sur leurs revenus réels. En général, on peut affirmer, sans grand risque de se tromper, que nous avons connu un certain renversement des chocs générateurs de hausses de coûts dont nous avons tant entendu parler dans les années 70. De façon générale, ces chocs ont été jugés néfastes à l'économie mondiale dans l'ensemble, si ce n'est à chacune de ses composantes.

Les conditions de l'offre semblent aussi s'être améliorées d'une autre façon, celle-ci plus systématique. Dans presque tous les pays, on met maintenant beaucoup plus d'accent sur les politiques structurelles, comme la

déréglementation ou la privatisation, qui visent à accroître la capacité d'une économie à fournir les produits et les services demandés. La vigueur de l'investissement en Europe laisse croire que l'économie européenne est en train de sortir de ce qu'il était convenu d'appeler "l'eurosclérose" des années 70 et du début des années 80. Le marché du travail, aux États-Unis, a fait preuve d'un degré de souplesse impressionnant en générant la production nécessaire pour soutenir la montée des investissements et des exportations. Le "miracle" japonais a continué sur sa forte lancée, même si les marchés intérieurs ont remplacé en partie les marchés d'exportations en tant que force motrice de l'expansion au Japon.

J'ajouterai toutefois, pour pousser l'analogie avec l'automobile, que même si en principe nos économies sont en train de recevoir une mise au point, que les moteurs qui les font tourner sont puissants et que les routes sur lesquelles elles se trouvent sont moins cahoteuses, cela ne signifie pas qu'il n'y a aucun risque de dérapage. Cela signifie encore moins, évidemment, qu'il n'est pas nécessaire d'être prudent. Je ferai remarquer à cet égard que l'expansion de la demande dans presque tous les principaux pays a pris le pas sur l'offre potentielle, même si celle-ci s'est améliorée ou s'améliore. Ainsi, des pressions inflationnistes généralisées, ont refait surface non pas simplement comme menace mais bien comme réalité, tant en Amérique du Nord qu'ailleurs dans le monde.

La scène internationale continue d'être assombrie par des problèmes aux racines encore plus profondes, qui persistent depuis un certain nombre d'années. Les déséquilibres des finances publiques dans plusieurs pays et spécialement aux États-Unis demeurent un sujet d'inquiétude surtout, faut-il le rappeler, au regard de la stabilité des marchés financiers

internationaux. Il en est de même des déséquilibres, toujours importants, des balances commerciales et des balances courantes des principaux pays. On a enregistré l'an passé certains progrès dans la stabilisation ou la réduction de ces déséquilibres, mais ils n'ont pas suffi à atténuer de façon sensible les préoccupations. Quant au problème de la dette internationale, si, à certains égards, la situation actuelle semble être meilleure qu'elle n'a été - un grand nombre des principales banques créancières, dont des banques canadiennes, ayant notamment amélioré leurs provisions pour pertes - le problème persiste et continue d'exiger une gestion très prudente dans l'intérêt des débiteurs, des créanciers et du système financier mondial.

Comme les problèmes de la dette et des déséquilibres n'ont été au mieux que partiellement atténués l'an passé, ils continuent de recevoir beaucoup d'attention à de nombreux égards, et ce avec raison. Ces problèmes sont le ferment de sérieux ennuis. Nous ne devons ménager aucun effort pour en venir à bout et pour trouver des moyens d'y faire face même s'il semble difficile de dégager des solutions globales, j'entends des solutions rapides et définitives.

Permettez-moi maintenant d'aborder des questions qui nous touchent de plus près.

Le Canada a connu une autre année d'expansion économique rapide. De fait, je tiens à le souligner, la dépense a continué de progresser très vigoureusement tout le long de 1988. Aussi, les tensions qui s'exerçaient sur l'appareil de production se sont-elles progressivement intensifiées dans beaucoup de branches d'activité. La plupart des industries de transformation, qui tournaient déjà à des taux d'utilisation des capacités supérieurs à la

moyenne à la fin de 1987, ont vu ceux-ci encore augmenter l'année dernière.

Les marchés du travail se sont de nouveau resserrés, la demande de main-d'oeuvre ayant progressé plus vite que la population active. Ce resserrement n'est pas limité au sud de l'Ontario, même si cette région, qui génère environ 30 % de l'activité économique du pays, demeure celle qui subit le plus de pression.

Comme vous devez bien le savoir en Colombie-Britannique, le relèvement marqué qu'ont connu ces deux dernières années les prix en dollars canadiens d'un certain nombre de produits de base que nous exportons a grandement favorisé l'atténuation des disparités régionales. Nous avons la chance d'être producteur d'un nombre relativement important des matières industrielles dont les prix se sont redressés récemment sur les marchés mondiaux, surtout lorsque ces prix sont exprimés en dollars canadiens ou américains.

Certes les conditions économiques diffèrent selon les régions, mais il reste que le profil global de l'évolution de l'économie canadienne au cours de l'année écoulée a été caractérisé par une expansion rapide et soutenue de la demande, un resserrement des conditions de l'offre et, par conséquent, une intensification des pressions inflationnistes. Les dépenses de consommation et d'investissement et la demande de certains produits de base sur les marchés mondiaux ont, en raison de leur vigueur, alimenté les hausses des prix de ces produits, ce qui a entraîné une augmentation des marges bénéficiaires dans beaucoup de branches d'activité. Conjugée au resserrement des marchés de l'emploi dans beaucoup de secteurs, cette vigueur a provoqué une hausse des demandes salariales. On a

donc observé une nette tendance à la hausse des augmentations salariales négociées, qui ont atteint 5 % l'an.

L'impulsion à la hausse que ces facteurs ont imprimée au profil des prix à la consommation n'a pas été aussi marquée que ce à quoi on aurait pu s'attendre. La stabilité, même la baisse dans certains cas, des prix des produits importés a exercé un fort effet compensatoire sur les pressions d'origine interne qui s'exerçaient sur les coûts. Cet avantage sur le plan des importations a été en grande partie attribuable à l'appréciation que le dollar canadien a connue l'année dernière. Le fléchissement que les prix mondiaux du pétrole avait enregistré antérieurement a également eu un effet modérateur sur les prix des importations, annulant en gros l'incidence de la sécheresse sur les prix des aliments.

À la lumière des phénomènes contradictoires que je viens de décrire, vous ne serez probablement pas surpris d'apprendre qu'à mon avis les fréquents commentaires selon lesquels notre taux d'inflation est stable ne rendent pas adéquatement compte de la situation. La façon dont se passent les choses met en péril les chances que nous connaissions, au Canada, une expansion économique saine, c'est-à-dire durable. Les pressions inflationnistes se développent lentement et on a tort de voir, dans le jeu de saute-mouton auquel se livrent au début les prix et les salaires, un signe de prospérité. Car les bases de cette soi-disant prospérité sont douteuses et sa stabilité est loin d'être assurée.

Une caractéristique majeure de la conjoncture actuelle est qu'elle suscite le commentaire selon lequel les hausses de salaire commencent à dépasser les hausses des prix à la consommation. Et on semble en déduire qu'on peut dans

de telles circonstances accepter plus d'inflation. Je ferai simplement remarquer que les hausses de salaires réels, ou des revenus réels en général, sont évidemment une très bonne chose, mais qu'elles ne dépendent pas d'une accélération de l'inflation. Elles sont fondamentalement fonction de la bonne tenue de l'économie. Le maintien d'une bonne tenue économique exige de l'initiative, de l'ardeur au travail et une gestion saine. Une économie saine revêt parmi d'autres qualités celle d'être libre d'inflation. Pour m'exprimer différemment, l'inflation compromet au lieu d'améliorer les chances d'accroissement des salaires réels.

Parlant de la gestion de l'économie, je dirai quelques mots sur la façon dont la politique monétaire a réagi aux événements qui ont marqué l'économie canadienne l'année dernière.

Au début de mon discours, j'ai insisté sur le fait qu'il n'y a pas eu de recul marqué de l'activité économique après la chute boursière d'octobre 1987. La forte impulsion de la dépense s'étant traduite par une croissance rapide et soutenue des agrégats de la monnaie et du crédit, la Banque du Canada s'est engagée plus résolument dans la voie du resserrement des conditions monétaires. De fait, tout le long de l'année passée, nous avons dû rectifier continuellement notre tir au fur et à mesure que la demande exerçait des pressions sur l'offre et que s'intensifiaient les signes de pressions inflationnistes. Tous s'accordent à dire que nous avons fait diligence. Nous avons pris grand soin d'expliquer les mesures que nous avons prises. Nous avons cherché avant tout à prévenir les dégâts qu'auraient provoqués, en présence d'une politique monétaire indulgente, une poussée d'inflation et la réimplantation d'attentes inflationnistes.

Voilà qui m'amène à aborder la question des taux d'intérêt et du taux de change. Je n'entends pas ici relater ce qui s'est passé au jour le jour à ce chapitre. Car d'abord, il me semble que l'évolution des taux d'intérêt et du taux de change au Canada a été largement commentée ces derniers mois. En outre, on peut trouver une description et une analyse période par période de l'évolution de ces deux variables dans les procès-verbaux des réunions du Conseil d'administration de la Banque du Canada que nous publions régulièrement. J'aimerais de préférence souligner un aspect de cette évolution que ne relèvent généralement pas les observateurs, mais qui revêt une importance capitale lorsqu'on cherche à comprendre la politique monétaire.

Lorsqu'elle examine les questions de politique monétaire, la Banque veille soigneusement à faire une distinction entre les buts fondamentaux de sa politique et les mouvements de certains prix des marchés financiers. À cet égard, je pense aux taux d'intérêt, au taux de change, et (pour citer une variable dont on pense souvent, à tort, qu'elle résume toute la politique monétaire canadienne) à l'écart entre les taux d'intérêt pratiqués au Canada et aux États-Unis. Je tiens à souligner que, en affirmant que les taux d'intérêt et le taux de change ne font pas partie des buts visés par la politique monétaire, je ne veux aucunement laisser entendre que ces prix des marchés financiers sont sans importance. Nous savons fort bien à quel point ces prix sont importants non seulement pour les marchés financiers mais pour tous les secteurs de l'économie. Mais, je le répète, ils ne sauraient en aucun cas être considérés comme des cibles ou des buts fondamentaux de la politique monétaire.

Il serait plus juste de considérer que l'objet de la politique monétaire est d'en arriver à un rythme modéré

d'expansion monétaire et, par conséquent, de favoriser l'émergence d'une économie résolument non inflationniste. À la longue, notre économie ne s'en portera que mieux. Par ailleurs, je pourrais ajouter que, dans un climat non inflationniste, les taux d'intérêt ont tendance à être plus bas qu'ils ne le seraient autrement. En d'autres termes, une inflation élevée provoque à la longue des taux d'intérêt élevés, et un taux d'inflation bas, des taux d'intérêt bas.

En guise de conclusion, permettez-moi de jeter un regard vers l'avenir. En 1989, l'économie mondiale devra faire face à un grand nombre des défis qui se posaient déjà à elle il y a un an. Comme je l'ai dit tout à l'heure, l'année 1988 a été meilleure que beaucoup ne l'avaient pensé, mais les problèmes généralement perçus au début de l'année n'ont pas disparu. En particulier, la politique budgétaire au Canada et aux États-Unis sera examinée minutieusement. Les efforts en vue de réduire les déficits des finances publiques sont très méritoires. Et ils le sont, que leur objectif soit de circonscrire la progression de la dette publique, d'améliorer l'épargne nationale ou d'atténuer les pressions qui s'exercent sur les marchés financiers, les taux d'intérêt réels ou la demande en général.

Que faut-il attendre de la politique monétaire canadienne? Au fond, ce qu'on en attend habituellement, à savoir la réduction de l'inflation, partant, l'amélioration de la tenue sous-jacente de notre économie. Aussi, le degré de pression sur les conditions monétaires dépendra-t-il des pressions provenant de l'inflation, des anticipations et des craintes d'inflation. Manifestement, ces pressions, ces anticipations et ces craintes n'ont pas été effacées, mais j'aimerais croire qu'elles ont au moins été circonscrites. Quoi qu'il en soit, je sais que les progrès accomplis l'année passée sur le front de l'inflation porteront fruit en 1989 et

les années suivantes. Et cela parce que la tenue de l'économie canadienne sera meilleure dans l'ensemble qu'elle n'aurait été si la politique monétaire avait eu une orientation moins préventive que celle que nous lui avons imprimée.