



BANQUE DU CANADA

S. ROBINSON
SEC
R
WEST

L'économie et la politique monétaire canadienne

Allocution prononcée par
John W. Crow
gouverneur de la Banque du Canada

à un petit déjeuner organisé
par la Chambre de commerce de Saskatoon
Saskatoon (Saskatchewan)
le 26 juin 1992

Ne pas publier avant le 26 juin 1992
à 7 h 45, heure normale du Centre
à 9 h 45, heure avancée de l'Est

Allocution prononcée par
John W. Crow
gouverneur de la Banque du Canada
à un petit déjeuner organisé
par la Chambre de commerce de Saskatoon
Saskatoon (Saskatchewan)
le 26 juin 1992

L'économie et la politique monétaire canadienne

J'aimerais vous entretenir aujourd'hui de la conjoncture économique et de ce que la politique monétaire fait, peut faire et devrait faire pour favoriser la bonne tenue de l'économie canadienne.

Les conditions économiques varient passablement d'une région à l'autre, mais si l'on considère la situation économique du Canada dans son ensemble, ce qui frappe surtout c'est la lenteur de l'économie à sortir de la récession. L'activité s'est bien redressée il y a un an, mais depuis lors, la demande et la production ont piétiné et l'emploi a enregistré un nouveau recul au cours de l'hiver. Les signes de relance commencent maintenant à percer, même si on ne peut pas encore affirmer qu'une pleine reprise cyclique est amorcée.

Cette évolution récente de la conjoncture économique, dont je viens de vous brosser le tableau, est le résultat du jeu d'une foule de forces de nature structurelle et cyclique, d'origine externe et interne. Une situation aussi pleine de défis donne lieu à bien des interrogations, et bon nombre d'hypothèses rassurantes sont remises en question. Ainsi, on s'intéresse beaucoup plus qu'avant aux questions qui concernent notre capacité de concurrencer et de réussir. Il s'agit là de questions compliquées certes, mais qui doivent être étudiées et qui sont actuellement à l'étude.

Vous êtes à même, ici en Saskatchewan, d'apprécier au premier chef la pertinence des politiques et des structures du commerce international. À cet égard, on ne saurait trop insister sur l'importance que des progrès soient réalisés, notamment dans le secteur des échanges de produits agricoles, durant la présente ronde de négociations qui se tient sous les auspices du GATT. De fait, il y a longtemps que les Canadiens n'ont été aussi conscients des types de défis et de possibilités qui se présentent à eux sur la scène internationale. À la faveur d'une évolution rapide de la technologie et des méthodes de production et de distribution, les liens économiques entre les marchés mondiaux se sont resserrés, et la concurrence s'est avivée.

Le défi que doit relever le Canada ne se situe pas au chapitre des talents ni des ressources matérielles. Le Canada en a amplement; en fait, par rapport aux autres pays du monde, peut-être pourrait-on dire qu'il en a à profusion. Le défi que le Canada doit relever et la chance qu'il doit saisir résident dans la mise en valeur et l'exploitation, au meilleur de ses intérêts, de ses ressources considérables face à la mondialisation des marchés internationaux et aux grandes mutations économiques. Et comme nation commerçante, le Canada trouvera son intérêt dans des marchés ouverts et vastes, non dans des marchés fermés ou étroits.

Vous savez aussi, dans cette province, que l'évolution de la situation économique du Canada est fortement influencée par les forces de l'offre et de la demande à l'échelle mondiale. D'une manière générale, les marchés étrangers ont manqué de vigueur ces derniers temps, particulièrement chez nos principaux partenaires commerciaux. Comme le fait ressortir le dernier rapport annuel de la Banque, la persistance de cette langueur à l'étranger s'explique dans une très large mesure par le surendettement et l'excédent d'avoirs invendus attribuables à la forte bulle spéculative observée durant la dernière période d'expansion. Les répercussions de ces excès ont pesé particulièrement lourd sur les économies des États-Unis, du Japon et du Royaume-Uni. Les ménages, les entreprises et les administrations publiques ont tous, à des degrés divers, laissé se détériorer leur situation financière en s'endettant fortement. De telles décisions économiques ont eu pour effet d'accroître les niveaux du service de la dette, d'aggraver ou de provoquer des déficits budgétaires et de pousser les taux d'intérêt réels à l'échelle du globe à des niveaux relativement élevés, à mesure que de nouvelles pressions sur l'épargne mondiale s'ajoutaient aux pressions déjà existantes.

Outre le fait que nous ayons subi les contrecoups de la faiblesse de la demande à l'étranger, nous avons dû également faire face à certains problèmes d'origine interne. La surabondance d'immeubles à vocation commerciale est un problème qui affecte également le Canada. Dans les années 80, les ménages canadiens ont aussi considérablement accru leur niveau d'endettement, et celui-ci avoisine encore les sommets inégalés, atteints récemment. Les administrations publiques ont eu leur part de difficultés budgétaires. Le gouvernement fédéral s'étant attelé à surmonter les siennes, la proportion de son déficit par rapport au produit intérieur brut a enregistré une baisse marquée comparativement aux niveaux exceptionnellement élevés atteints au milieu des années 80, et on s'attend à ce qu'elle baisse davantage. Les autres paliers de gouvernement ont eux aussi reconnu de plus en plus la nécessité de s'attaquer à leurs déficits en raison des conséquences fâcheuses que l'accumulation

de déficits peut avoir sur la dette, sur le service futur de la dette et sur les impôts.

Il est aussi de plus en plus admis que certaines des politiques qui ont été appliquées par le passé ici et ailleurs pour stimuler l'activité économique, à savoir par exemple le recours persistant aux déficits et à l'endettement par certains gouvernements pour doper l'économie ou, pour les mêmes fins, l'utilisation à une cadence inflationniste de la planche à billets par certaines banques centrales, ouvrent la voie à bien des problèmes. Si l'une ou l'autre de ces solutions était efficace, il y a belle lurette que les problèmes qu'elles sont censées résoudre auraient disparu, vu l'usage intensif qui en a été fait par divers pays à divers moments.

Or, nous nous rendons mieux compte maintenant que plus on applique des mesures dites de relance, comme le financement par déficit budgétaire ou le gonflement inflationniste de la masse monétaire, plus l'économie est susceptible de tomber dans le cercle vicieux des déficits et de l'inflation chroniques. Et elle réagira de moins en moins à de telles mesures.

Comment la politique monétaire peut-elle alors contribuer à la bonne tenue de l'économie? Et quel est l'objet actuel de la politique monétaire au Canada? Voici les questions auxquelles je vais consacrer le reste de mes propos.

J'aimerais pour commencer faire quelques observations d'ordre général sur la politique monétaire.

Je dirai en premier lieu que la monnaie doit reposer sur la confiance des usagers. Pour les Canadiens, cela signifie essentiellement l'assurance que leur monnaie conservera son pouvoir d'achat. C'est là un élément clé de la santé d'une économie dont le fonctionnement s'appuie sur la monnaie. Et c'est pourquoi la stabilité monétaire, c'est-à-dire la stabilité des prix, est l'objectif fondamental que poursuit la Banque du Canada.

Ma deuxième observation est que la politique monétaire concerne l'expansion de la masse monétaire, la valeur de la monnaie et l'effet que les attentes relatives à cette valeur ont à la fois sur les taux d'intérêt, sur le taux de change ainsi que sur l'épargne et l'investissement. La politique monétaire agit donc sur l'économie de façon indirecte, c'est-à-dire par le truchement des marchés financiers, et avec des retards qui sont à la fois longs et compliqués.

Pour ces deux raisons, la politique monétaire ne peut servir d'expédient, pas plus d'ailleurs que les autres politiques des pouvoirs publics.

En troisième lieu, j'aimerais souligner la distinction importante, quoique souvent oubliée, qu'il convient de faire entre la politique monétaire et les conditions monétaires. La politique monétaire, comme je viens de le sous-entendre, vise principalement à régler l'expansion monétaire de manière à préserver ou à instaurer la confiance à l'égard de la monnaie. Les conditions monétaires, quant à elles, concernent l'évolution des rendements et des prix sur les marchés financiers, en particulier sur les marchés monétaires et les marchés des changes, en réponse à l'interaction entre la politique monétaire d'une part et tout un éventail de facteurs non monétaires d'autre part. En d'autres termes, la conjoncture et les attentes des agents économiques évoluant avec le temps, il faut s'attendre à ce que les conditions monétaires en fassent autant. Mais ces variations ne signifient aucunement que l'objectif fondamental que la politique monétaire poursuit afin de contribuer à la bonne tenue de l'économie ait changé.

J'aimerais ajouter à ce propos qu'il est tout à fait injustifié de qualifier la politique monétaire mise en oeuvre par la Banque du Canada de «politique de taux d'intérêt élevés». Jugée à la lumière de ses objectifs fondamentaux, notre politique monétaire est en fait une politique de taux d'intérêt bas. Les Canadiens sont de plus en plus nombreux à admettre cela, à mesure que s'accroît la confiance en la valeur future de notre monnaie, et, de fait, les taux d'intérêt ont baissé sur toute la gamme des échéances. Il est tout aussi faux de croire que l'inflation est essentielle à la vigueur de l'économie ou que l'économie canadienne est particulière en ce sens qu'elle a besoin de l'inflation comme béquille pour fonctionner. Ni notre expérience ni celle d'autres pays ne justifient cette perception paradoxale, mais apparemment assez répandue.

À la vérité, il convient de se demander ce que seraient la situation actuelle et les perspectives économiques du Canada si la politique monétaire s'était engagée sur une voie différente de celle qu'elle a empruntée. Par exemple, que se passerait-il maintenant si la Banque avait appliqué une politique monétaire inflationniste au lieu de chercher à instaurer la confiance dans la monnaie?

Le taux d'inflation serait de toute évidence plus élevé. De surcroît, la dynamique de l'inflation serait plus forte. Si la politique monétaire avait manqué de fermeté et de direction, les augmentations de coût et les hausses de prix auraient été condamnées à jouer à saute-mouton, les entreprises

et les syndicats cherchant à prendre le pas sur l'inflation, qui leur aurait paru de plus en plus irréversible. La valeur externe de notre monnaie aurait été, à n'en pas douter, plus faible, mais nos coûts de production auraient aussi augmenté. Et, dans un climat inflationniste alimenté par la politique monétaire, le dollar canadien aurait fait preuve d'une volatilité et d'une instabilité croissantes sur le marché des changes. Les taux d'intérêt seraient certainement plus élevés; essentiellement, l'ampleur de leur hausse aurait été fonction de l'incertitude quant à l'inflation, c'est-à-dire de l'inquiétude entourant la valeur future de la monnaie. Les répercussions d'une telle politique sur les taux d'intérêt auraient très probablement été aggravées par le fait que les gens se seraient demandé de plus en plus jusqu'où le dollar pouvait baisser. Les Canadiens, et les autres épargnants, auraient été préoccupés par l'érosion de leurs économies et d'autres créances en dollars canadiens. Ils auraient exigé des rendements plus élevés en compensation de la hausse de l'inflation et de l'incertitude accrue.

Dans un tel climat de perturbation monétaire, donc économique, on ne trouverait aucun réconfort dans le fait que la politique monétaire puisse éventuellement, ou vraisemblablement, être orientée à un moment donné afin de combattre l'inflation. Et une fois le cap approprié pris, l'ajustement des marchés, des comportements et des attentes des agents économiques serait extrêmement douloureux. La situation empirerait encore du fait que les attitudes défensives inévitablement engendrées par les craintes inflationnistes seraient encore plus ancrées dans les mentalités et, par conséquent, encore plus difficiles à ébranler.

Je voudrais donc souligner, pour ce qui est du rôle que la politique monétaire peut jouer de façon durable, que l'idée selon laquelle la Banque du Canada doit choisir entre soutenir l'économie et combattre l'inflation fausse complètement les données du problème. Comme, bien sûr, la Banque du Canada ne s'est pas laissée entraîner à faire un tel choix, nous n'avons pas, à l'été 1992, à faire face à la stagflation, c'est-à-dire à une situation pernicieuse où l'économie, en dépit de l'atonie de l'activité, est rongée par l'inflation et les craintes de l'inflation. Le fait que nous ne soyons pas aux prises avec une stagflation et que la confiance dans la politique monétaire canadienne se soit effectivement accrue a été le facteur fondamental qui a permis à la Banque de prendre des mesures favorisant l'assouplissement des conditions monétaires.

De fait, je suis heureux de signaler, et beaucoup d'entre vous le savent certainement déjà, que nous réalisons très bien les objectifs que nous nous sommes fixés en matière de réduction de l'inflation. Je voudrais souligner particulièrement les grandes améliorations au chapitre des coûts de production.

Ceux-ci reçoivent moins d'attention que les prix à la consommation, mais ils déterminent néanmoins davantage nos résultats économiques. À cet égard, les augmentations salariales s'étant ralenties et les gains de productivité s'étant inscrits à la hausse, les coûts unitaires de main-d'oeuvre progressent ces derniers temps à un rythme bien inférieur à celui qu'on observait il y a à peine un an.

Les conditions monétaires se sont donc grandement assouplies au Canada. Cet assouplissement, qui a été amorcé au printemps de 1990, se poursuit. Je tiens à répéter que l'assouplissement des conditions monétaires, favorisé par les opérations que la Banque du Canada a menées sur le marché, dure parce qu'il s'est accompagné d'un regain de confiance des épargnants et des investisseurs dans la politique monétaire et la monnaie canadienne.

Les taux d'intérêt à court terme, qui se situent sous les 6 % à l'heure actuelle, n'ont jamais été aussi bas depuis près de 20 ans. Les taux d'intérêt à long terme et les taux administrés correspondants ont aussi beaucoup baissé. Dans le groupe des grands pays industriels, seuls les États-Unis et le Japon ont des taux d'intérêt à court terme plus bas que les nôtres. Cela n'a généralement pas été le cas. Le climat actuel résulte des efforts qui ont permis de ramener sous la barre des 10 % le rythme de l'expansion monétaire, lequel avait dépassé ce chiffre à la fin des années 80.

Aux importants avantages découlant des fortes baisses des taux d'intérêt s'ajoute le fait que l'économie de notre principal partenaire commercial, les États-Unis, donne des signes évidents de reprise. La conjugaison de l'important assouplissement des conditions monétaires et de l'essor de la demande extérieure commence à avoir une incidence favorable sur la tenue économique du Canada à l'heure actuelle et pour l'avenir.

Au chapitre du marché de l'habitation, qu'il s'agisse des ventes de maisons existantes ou des mises en chantier, l'activité s'est améliorée et son expansion future repose sur de meilleures bases. Les coûts du service de la dette sont en baisse, la production a commencé à progresser dans le secteur de l'automobile et les exportations de biens se sont redressées à la faveur de l'essor de la demande et de l'amélioration de notre compétitivité. Les baisses des taux sur toute la gamme des échéances ont aussi entraîné une réduction du coût du capital pour les entreprises canadiennes. Cette situation favorise l'investissement dans la modernisation des usines et de l'équipement, ce qui à son tour contribue à augmenter la productivité et nous permet, en définitive, de soutenir la

concurrence sur les marchés étrangers et d'augmenter encore notre niveau de vie. Avec l'accroissement de la productivité et le maintien de la maîtrise des coûts que procure l'assurance que la Banque du Canada maintiendra le cap sur la stabilité des prix, les entreprises recommencent à rentabiliser leurs opérations.

La politique monétaire est de par sa nature même un investissement dans l'avenir. Nous avons fait un très bon investissement, et les résultats commencent à se manifester. C'est grâce à la confiance qu'inspire une politique monétaire orientée vers la stabilité des prix que les conditions monétaires peuvent s'améliorer de manière notable. Nous avons fait beaucoup de chemin, et la voie monétaire que nous avons empruntée ne peut que contribuer à la croissance soutenue de l'économie canadienne.