



BANQUE DU CANADA

000000666 31JUL1993 920 002

S. ROBINSON  
SEC  
8  
WEST

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

devant

le *Canadian Club* d'Oakville

Oakville (Ontario)

le 28 octobre 1992

---

Allocution prononcée par  
John W. Crow  
gouverneur de la Banque du Canada  
devant le *Canadian Club* d'Oakville  
Oakville (Ontario)  
le 28 octobre 1992

---

Ce n'est pas la première fois que je prends la parole devant les membres d'un *Canadian Club*, mais c'est la première fois que je m'adresse à un auditoire d'Oakville, et je tiens à vous remercier de m'avoir invité.

Les réflexions que je vous livre aujourd'hui, deux jours après la tenue du référendum, ne porteront pas sur le référendum en tant que tel. Il reste toutefois que la campagne référendaire, avec les espoirs et les inquiétudes qu'elle a suscités, a influé sur les marchés financiers et a, par conséquent, agi très directement sur le cadre dans lequel la Banque du Canada est appelée à mener ses opérations.

Comme je l'ai déjà fait remarquer, la mise en oeuvre de la politique monétaire par la Banque ne se fait pas en vase clos. Le choix de mesures qui s'offre à nous à tel ou tel moment est fortement influencé par le comportement des épargnants et des investisseurs. Mais nous pouvons agir de façon constructive sur le comportement de ces derniers, surtout par la stabilité et la confiance que nous pouvons communiquer. C'est à cela que fait référence la *Loi sur la Banque du Canada*, bien que de façon générale, lorsqu'elle nous enjoint de mettre la politique monétaire en oeuvre «pour favoriser la prospérité économique et financière du Canada». En ce sens, on pourrait dire que notre objectif fondamental est la réalisation de bons résultats économiques pour le Canada, par l'entremise des mesures que nous pouvons prendre pour stimuler l'épargne et l'investissement.

La politique monétaire concerne la monnaie, et la monnaie est l'outil dont dispose la Banque du Canada. Mais la Banque ne peut apporter une bonne contribution à la vie économique et financière du pays, c'est-à-dire stimuler l'épargne et l'investissement, que si les Canadiens ont confiance en leur monnaie et en sa valeur future. C'est là le fondement d'une politique monétaire nationale saine. Sans la confiance des agents économiques à l'égard de l'unité monétaire qu'ils utilisent, la politique monétaire ne peut favoriser la croissance

de la production et de l'emploi et le niveau de vie à la hausse que nous souhaitons tous. Comment le pourrait-elle d'ailleurs?

Permettez-moi maintenant de passer de la nature de la politique monétaire au cadre dans lequel celle-ci opère.

Une foule d'éléments entrent en jeu dans ce cadre, selon la situation du moment. Toutefois, il y en a deux, immuables, qui revêtent une importance déterminante pour la politique monétaire, et ils ressortent particulièrement à l'heure actuelle. L'évolution de l'économie et le rôle que pourrait jouer la politique monétaire pour favoriser son essor sont un de ces éléments. L'autre est la nature des attentes et le degré de confiance des épargnants et des investisseurs - surtout la façon dont cela se reflète sur les marchés financiers. Bien entendu, ces deux aspects ne sont pas indépendants l'un de l'autre et certainement pas du rôle que la Banque du Canada peut espérer jouer.

Prenons tout d'abord le premier aspect que j'ai cité, soit l'évolution de l'économie.

Même si l'économie canadienne connaît une croissance, celle-ci s'opère à un rythme moins rapide que celui qu'on observe généralement au cours des phases de récession et de reprise du cycle économique.

Comme il a été signalé dans le dernier Rapport annuel de la Banque du Canada, cette atonie décevante de l'activité économique a de nombreuses causes dont les unes sont d'origine externe, et les autres, interne.

La cause la plus générale de la faiblesse observée remonte peut-être à il y a quelques années, lorsque bon nombre de pays industriels se sont lourdement endettés pour financer leurs dépenses dans divers secteurs. Le financement de toutes sortes de projets était alors facile à obtenir. Pendant un certain temps, cette situation a créé un climat d'abondance, où, selon toute apparence, il n'y avait aucune limite à la dépense et à l'accumulation d'actifs ni à la hausse du prix de ces actifs. Au Canada, cela a été particulièrement le cas dans le sud de l'Ontario. Mais la fin de cette époque euphorique a laissé dans son sillage un héritage d'actifs difficiles à financer et de dettes difficiles à supporter.

Les entreprises, les pouvoirs publics et les ménages, au Canada comme à l'étranger, ont été touchés à des degrés divers par la crise, la gravité de la situation de chacun étant très largement fonction de l'ampleur de ses dépenses et de son endettement. Par exemple, il est indéniable que l'activité intense qu'a connue le secteur de l'immobilier, ici, dans le sud de l'Ontario, et la politique budgétaire mise en oeuvre à l'échelle de la province à cette époque soulèvent bien des

questions. L'un des problèmes généralisés qui a touché le Canada ces derniers temps est la faiblesse de la demande pour nos exportations par rapport à la normale, nos partenaires commerciaux s'efforçant de trouver une solution à leurs propres excès. Par ailleurs, la reprise a été lente aux États-Unis, et les économies de l'Europe et du Japon continuent de ralentir.

Il faut également tenir compte du fait que l'économie internationale devient plus concurrentielle à mesure que les barrières économiques tombent et que se concrétise le village planétaire. Dans ces circonstances, on a dû, au Canada comme à l'étranger, porter une attention accrue à l'efficacité et à la flexibilité dans la production. Cette démarche s'insère, bien entendu, dans le processus général de «restructuration». Bien qu'à court terme la restructuration puisse freiner la demande, les avantages que l'on retirera plus tard d'une gestion plus sensée de nos activités sont énormes. Cela est au coeur du progrès économique et de l'amélioration du niveau de vie.

Mais ce n'est pas tout de dire pourquoi la reprise a été lente jusqu'à présent. Nous devons aussi veiller à ce que les politiques mises en oeuvre puissent favoriser une croissance et une prospérité soutenues pour l'avenir.

Même avec la meilleure volonté du monde, on ne peut trouver de solutions miracles. Cela ne signifie pas pour autant que la mise en oeuvre de bonnes politiques, de politiques saines, n'aura pas une incidence déterminante. Je tiens à signaler aussi que la politique monétaire n'est pas la seule politique sur laquelle on peut compter, que les politiques économiques des provinces ont leur rôle à jouer de même que les politiques fédérales, et qu'un grand nombre de facteurs échappent à l'influence des conditions monétaires. Il reste que la Banque du Canada a pour mission de mettre la politique monétaire sur la bonne voie. J'aborderai donc la question de la contribution de la politique monétaire pour cette raison, mais aussi à cause de l'importance qu'elle revêt pour cette province, comme pour toutes les provinces et, de fait, pour l'ensemble du pays. À cet égard, je me contenterai d'ajouter ici ce que j'ai mentionné à de nombreuses reprises, à savoir que la politique monétaire doit forcément avoir une portée nationale et non provinciale.

Je commencerai mes observations sur le rôle de la politique monétaire par une mise en contexte. Après trois décennies difficiles, la confiance dans la valeur de la monnaie recommence à s'instaurer. Il faut retourner à la décennie comprise entre le milieu des années 50 et le milieu des années 60 pour trouver des taux d'inflation aussi faibles que ceux que nous avons aujourd'hui. À l'époque, l'inflation s'établissait en moyenne sous les 2 % par année. Il vaut la peine de souligner que, pendant la même période, le taux de croissance de l'économie dépassait les 5 % par année et celui de la productivité dépassait les 2 1/2 % par année. Voilà qui devrait faire taire les milieux

qui apparemment soutiennent avec fermeté que l'inflation est nécessaire à la croissance de l'économie.

Au cours des deux décennies qui ont suivi, l'inflation s'est accélérée au pays, s'établissant en moyenne à 7 % par année et affichant de fortes oscillations, et la tenue de notre économie s'est détériorée.

La politique monétaire mise en oeuvre pendant les dix dernières années a cherché essentiellement à sortir l'économie de ce mauvais pas. Comme je l'ai déjà fait remarquer, cela prend du temps. Mais nous y parvenons. De fait, je crois que nous avons parcouru un bon bout de chemin dans la voie de la stabilité des prix.

Ce sont les progrès considérables enregistrés sur le front de l'inflation et la confiance accrue dans un avenir exempt d'inflation qui expliquent la forte tendance à la baisse que les taux d'intérêt ont affichée au Canada au cours des deux dernières années et demie. Ce mouvement à la baisse a touché toute la gamme des échéances, même les termes les plus longs sur nos marchés, à tel point que, chez les épargnants, on commence à craindre que les taux d'intérêt ne soient tombés trop bas. J'ai d'ailleurs reçu passablement de lettres faisant état de cette préoccupation. Heureusement, je suis en mesure d'affirmer que, maintenant, la valeur des actifs rémunérés aux taux actuels est enfin stable, si l'on pense au pouvoir d'achat que ceux-ci offrent à leurs détenteurs. Par le passé, les taux d'intérêt élevés constituaient en quelque sorte une indemnisation pour la perte de valeur que l'épargne était susceptible d'accuser. L'assurance qu'on ne permettra pas à l'inflation de miner la valeur des actifs qu'ils détiennent est capitale pour les épargnants et pour les personnes qui ont un revenu fixe en général.

Qui plus est, l'épargne en dollars canadiens des uns constitue la dette des autres. C'est pourquoi ceux qui souhaitent que les taux d'intérêt soient bas pour que s'allège le service de leurs dettes ont également à coeur la stabilité des prix. Cette dernière profite à tous, et ceux qui croient que des politiques inflationnistes sont gages de taux d'intérêt bas rêvent en couleurs.

La poursuite des progrès dans la voie de la stabilité des prix est, je le répète, fondamentale pour la politique monétaire. Elle est indispensable à la création du climat propice à l'atténuation des attentes inflationnistes grâce auquel la politique monétaire peut contribuer à la reprise économique.

C'est, évidemment, ce qui ressort de la situation du marché du logement : les gains considérables enregistrés au chapitre de l'accessibilité à la propriété ont une forte incidence sur l'activité, les ventes et, par conséquent, la

construction. De la façon que je viens tout juste de décrire, le fardeau du service de la dette s'est allégé, à la faveur des progrès que nous avons enregistrés sur le front de l'inflation. Des gains importants ont aussi été réalisés sur le plan de la compétitivité. Les Canadiens pénètrent de plus en plus les marchés étrangers et découvrent des débouchés où ils sont compétitifs sur le plan des prix et de la qualité; en outre, malgré la faiblesse des marchés étrangers, le volume de nos exportations augmente.

Les cibles de réduction de l'inflation annoncées au début de 1991 sont un moyen d'atteindre l'objectif que nous nous sommes fixé. Elles visent à encourager les Canadiens à fonder leurs décisions économiques sur une trajectoire descendante de l'inflation, compte tenu de l'engagement des autorités monétaires à l'égard de la stabilité des prix.

Jusqu'à présent, les efforts en vue de réduire l'inflation ont été plus fructueux que prévu initialement. Le taux de croissance de l'indice des prix à la consommation est actuellement en deçà de la limite inférieure de la fourchette visée, soit 2 % d'ici la fin de 1992. Au-delà des chiffres proprement dits, ce qui importe surtout c'est que les coûts de production au Canada sont maintenant beaucoup mieux contenus. Cela étant, nous sommes plus en mesure d'absorber l'effet de la baisse récente du cours de notre monnaie et ainsi de continuer à réaliser des progrès dans la voie de la stabilité des prix et de l'amélioration de notre compétitivité.

En temps normal, j'aurais pu conclure mes observations ici, mais ce ne sera pas le cas aujourd'hui.

Comme vous le savez, les grands titres des journaux ces derniers temps, même ceux qui concernaient la Banque du Canada, ne traitaient pas des points que j'ai abordés aujourd'hui dans mon allocution. Ce sont les péripéties des marchés financiers qui ont fait la manchette plutôt que les politiques sous-jacentes grâce auxquelles la Banque du Canada peut favoriser une bonne tenue de l'économie au fil du temps.

Comme bien des yeux sont rivés sur la façon dont la Banque du Canada mène sa politique monétaire sur les marchés financiers - marchés monétaires et marchés des changes -, lesquels ont été extrêmement instables, permettez-moi de conclure en faisant quelques observations sur l'évolution récente des marchés.

Ce ne sont évidemment pas les marchés eux-mêmes qui provoquent l'instabilité. Ils reflètent, en fin de compte, les incertitudes et les tensions qu'éprouvent les épargnants et les investisseurs. Et, même si ces tensions et ces incertitudes ne sont pas l'oeuvre de la politique monétaire, celle-ci doit en tenir compte et y faire face.

Dans ce contexte très difficile, nous avons cherché à faire en sorte que la politique monétaire mise en oeuvre soit un facteur de stabilité plutôt qu'un facteur d'intensification des tensions et des incertitudes. Pour ce faire il a fallu, comme toujours, suivre de près l'évolution des marchés monétaires et des marchés des changes dans le cadre des mesures particulières que nous prenons au jour le jour et d'une semaine à l'autre. En définitive, nous devons nous assurer qu'à tout moment ces mesures s'inscrivent dans la recherche de la stabilité des prix, laquelle constitue la contribution fondamentale de la politique monétaire.

Il serait peut-être bon que j'insiste sur un point en particulier. Lorsque la demande provenant des investisseurs (canadiens ou autres, ce n'est pas vraiment important) pour des créances en dollars canadiens s'affaiblit, la décision par la Banque du Canada d'injecter sur le marché davantage de ces créances, même liquides, ne favoriserait pas la réalisation de taux d'intérêt bas. En d'autres termes, dans une telle situation, la mise en oeuvre d'une politique monétaire expansionniste nuirait plutôt qu'elle ne contribuerait à la baisse des taux d'intérêt. Il en est ainsi parce que le problème ne découle pas d'un manque de liquidités mais bien de l'incertitude parmi les agents économiques. Lorsque survient pareille situation, les mesures prises doivent viser à modifier les attentes des agents économiques.

Quelle peut-être la contribution de la politique monétaire à cet égard? Continuer d'affirmer clairement que son objectif fondamental est la stabilité des prix, comme j'estime l'avoir fait ce soir, et continuer d'orienter ses mesures en conséquence. La poursuite de cet objectif est salutaire pour les attentes, les marchés, les épargnants et les investisseurs et, donc, pour une reprise durable de l'économie canadienne.