



BANQUE DU CANADA

L'économie et la politique monétaire canadienne

Allocution prononcée par

John W. Crow

gouverneur de la Banque du Canada

à un déjeuner organisé par

la Chambre de commerce régionale de Sainte-Foy

Sainte-Foy (Québec)

le 27 avril 1993

Ne pas publier avant le 27 avril 1993

à 12 h (midi), heure avancée de l'Est.

Allocution prononcée par
John W. Crow
gouverneur de la Banque du Canada
à un déjeuner organisé par
la Chambre de commerce régionale de Sainte-Foy
Sainte-Foy (Québec)
le 27 avril 1993

L'économie et la politique monétaire canadienne

Je suis heureux d'avoir été invité à prendre la parole devant vous aujourd'hui.

La Banque du Canada a déposé récemment son rapport annuel. Dans ce document, nous avons examiné les principaux aspects de l'évolution de l'économie canadienne du point de vue des responsabilités de la politique monétaire. Aujourd'hui, si vous le voulez bien, je passerai en revue avec vous quelques-uns des thèmes qui y sont abordés, puis je parlerai de l'évolution de la situation économique depuis le moment où ce rapport a été rédigé, en février dernier.

D'emblée, une question s'impose : que peut-on réellement attendre de la politique monétaire? De toute évidence, la Banque du Canada se doit de concourir à bâtir une économie vigoureuse. Mais en quoi la politique monétaire peut-elle contribuer à l'exécution de cette tâche? Je dirais que c'est en fournissant aux Canadiens une monnaie fiable, c'est-à-dire une monnaie qui conservera sa valeur au fil du temps. À notre avis, c'est cela la contribution fondamentale de la politique monétaire. La recherche de la stabilité des prix est donc le principe qui guide, jour après jour et semaine après semaine, les décisions que prend la Banque du Canada en matière de politique monétaire.

Si la Banque voit les choses ainsi, c'est essentiellement pour deux raisons.

La première tient à la nature même de la politique monétaire, autrement dit, à la nature même de ce que la Banque du Canada est en mesure d'accomplir. Parce que la politique monétaire se fonde sur l'unique capacité qu'a la Banque de favoriser une accélération ou un ralentissement du rythme d'expansion monétaire, elle est mieux placée que toute autre pour promouvoir une confiance soutenue dans la monnaie. Selon que l'on favorise une accélération ou un ralentissement du rythme de

croissance de la monnaie, c'est l'inflation qui augmentera ou diminuera au bout du compte. Et nous ne croyons pas que la Banque puisse vraiment contribuer au bon fonctionnement de notre économie en suivant une politique qui alimente l'inflation.

Pourquoi cela, me demanderez-vous? Eh bien, parce que la connaissance que nous avons des rouages de notre économie et les leçons que nous avons tirées de notre expérience et de celle d'autres pays nous ont montré que notre économie ne pourra donner son plein rendement, au fil des ans, que si les Canadiens peuvent compter sur une monnaie fiable. C'est là la deuxième raison pour laquelle la politique monétaire que nous menons est anti-inflationniste.

Je m'explique. Il y a suffisamment d'incertitudes dans le monde actuel pour qu'on évite d'en ajouter d'autres sur le plan monétaire. Si les investisseurs, les épargnants et les autres agents économiques ont la garantie que les prix en général vont rester stables, ils pourront élaborer leurs projets d'avenir avec plus d'assurance. Ils seront alors en mesure de faire des choix plus éclairés au moment de décider où investir, quoi produire ou comment améliorer leur productivité. Dans un climat où la stabilité des prix est assurée, les ménages et les entreprises ne sont pas portés à adopter des tactiques de défense, elles-mêmes inflationnistes, pour se prémunir contre les effets d'une montée des prix. L'inflation, faut-il le rappeler, est injuste. Elle a tendance à nuire davantage aux personnes qui peuvent difficilement prendre des mesures pour se protéger contre ses effets; je pense notamment aux personnes qui vivent sur un revenu fixe.

Le taux d'inflation a beaucoup baissé au Canada ces dernières années. En décembre 1992, les prix à la consommation dépassaient d'environ 2 % le niveau enregistré un an auparavant, soit un taux qui se situe juste au-dessus de la limite inférieure de la fourchette de réduction de l'inflation que nous visions pour la fin de 1992. Il faut d'ailleurs signaler qu'avec la baisse de l'inflation, le comportement des consommateurs et des entreprises semble avoir commencé à refléter l'amélioration de la tenue des prix au Canada. Et même si la baisse du taux de change a commencé à se répercuter sur les prix, nous sommes bien engagés dans la voie de nouveaux progrès en ce qui concerne la tendance fondamentale de l'inflation. Nous sommes bien placés à cet égard, parce que nous contrôlons mieux nos coûts intérieurs de production.

J'aimerais maintenant aborder deux questions connexes. D'abord, celle des taux d'intérêt. En particulier, comment aboutit-on, dans une économie, à des taux d'intérêt bas plutôt

que hauts? La deuxième question concerne l'inflation et la croissance économique.

Pour ce qui est des taux d'intérêt, permettez-moi tout d'abord de faire une mise au point qui, peut-être, étonnera certains d'entre vous. En effet, quoi qu'on en dise ou qu'on en pense, la Banque du Canada ne contrôle pas les taux d'intérêt. Ce qu'elle contrôle, c'est la taille de son bilan. Il est vrai qu'en ajustant son bilan pour modifier l'offre de liquidités sur le marché, la Banque peut influencer les taux à court terme, mais il reste que le niveau des taux d'intérêt dépend essentiellement des conditions du marché. Ces conditions sont quant à elles déterminées par toutes sortes de facteurs, économiques et autres.

En revanche, la Banque est en mesure d'exercer une influence importante sur les conditions du marché par l'assurance qu'elle peut donner aux épargnants et aux investisseurs que la monnaie conservera sa valeur. Le moyen le plus sûr pour la Banque de contribuer à faire baisser les taux d'intérêt est donc de faire en sorte que s'accroisse la conviction que le taux d'inflation restera bas. C'est un processus qui prend du temps et qui nécessite un engagement fondamental de la part de la Banque du Canada. C'est la voie que nous avons choisi de suivre.

Au cours des dernières années, comme l'inflation se ralentissait et que les épargnants et les investisseurs admettaient de plus en plus que celle-ci commençait à être maîtrisée, les taux d'intérêt ont beaucoup baissé. Les mesures de politique monétaire prises par la Banque du Canada au cours de cette période ont visé à faire en sorte que le mouvement de baisse des taux à court terme soit graduel. La Banque est en effet convaincue que les taux d'intérêt ont davantage de chances de se maintenir à de bas niveaux si la baisse s'opère de façon graduelle, à mesure qu'augmente, chez les épargnants et les investisseurs, l'assurance que la monnaie conservera sa valeur. Une baisse graduelle des taux à court terme est aussi plus à même de favoriser une descente des taux d'intérêt à long terme.

Le taux de base des prêts bancaires, qui dépassait les 14 % au milieu de 1990 - lorsque l'inflation était encore en hausse -, est maintenant de 6 %, son plus bas niveau en vingt ans. De même, les taux hypothécaires se sont approchés des niveaux les plus bas que l'on ait vus depuis un bon moment.

Le mouvement de repli des taux d'intérêt a cependant connu des interruptions. Il est rare, en effet, que les marchés financiers évoluent très longtemps dans la même direction. Par exemple, l'orientation à la baisse des taux s'est partiellement inversée l'automne dernier lorsqu'une certaine nervosité s'est emparée des marchés financiers. Cette nervosité tenait à

plusieurs facteurs. Tout d'abord, les répercussions, au Canada, des perturbations qui ont secoué les marchés européens, puis la campagne référendaire et, en novembre, l'attention de plus en plus grande que les investisseurs canadiens et étrangers ont portée à la situation de l'économie canadienne, en particulier à l'endettement des secteurs public et privé. Quelles qu'en soient les causes, l'incertitude ambiante a amené les investisseurs à faire baisser le dollar canadien sur les marchés des changes et à exiger des taux d'intérêt plus élevés pour les créances en dollars canadiens qu'ils allaient détenir.

Durant cette période, tout comme dans des moments moins difficiles, la Banque a cherché à exercer une influence stabilisatrice sur le marché. Ce n'est pas qu'elle se croyait capable, par ses actions, d'arrêter l'escalade des taux d'intérêt intérieurs déclenchée par l'incertitude. Son objectif immédiat était plutôt d'aider les marchés à se calmer et à négocier à l'intérieur de limites qui pourraient procurer aux investisseurs des rendements qu'ils jugeraient appropriés. Les épargnants et les investisseurs canadiens et étrangers ont une vaste gamme d'options à leur portée. Leur point de vue sur ce qu'est un rendement approprié est déterminé par bien des facteurs, à la fois internes et externes. Et le rôle de la Banque est de faire ce qu'elle peut pour dissiper l'incertitude sur les marchés financiers et non l'accroître.

Il me semble opportun d'aborder maintenant la question du taux de change et de sa place dans la conduite de la politique monétaire.

Comme je l'ai déjà dit, la politique monétaire a pour objectif de promouvoir la stabilité interne de la monnaie, autrement dit, la stabilité des prix. Par conséquent, le taux de change ne constitue pas pour la Banque une cible au sens stratégique du terme.

Toutefois, cela ne signifie pas que la Banque est ou peut rester indifférente à ce qui se passe sur les marchés des changes et à l'évolution du taux de change. Le taux de change est un prix important au sein de l'économie; comme vous le savez, il influence les prix que nous obtenons pour les biens et services que le Canada exporte et ceux que nous devons payer pour les produits importés. Et parce qu'elles font varier ces prix, les fluctuations du taux de change se répercutent sur les ventes, la production et le taux d'inflation au Canada. La Banque doit tenir compte de ce phénomène lorsqu'elle décide des mesures à prendre pour atteindre ses objectifs fondamentaux en matière de politique monétaire. En particulier, elle doit veiller à ce que les hausses de prix découlant d'une dépréciation du dollar canadien ne viennent pas provoquer une inflation persistante au

Canada. Il en résulterait une nouvelle dépréciation du dollar, qui se répercuterait encore sur l'inflation, et ainsi de suite.

Une autre raison pour laquelle la Banque suit de près les variations du cours du dollar est que le marché des changes est sujet à des mouvements cumulatifs, c'est-à-dire à des effets de boule de neige, lorsque l'incertitude y règne.

C'est de considérations de ce genre que la Banque a tenu compte lorsqu'elle a fait face à la turbulence qui est apparue sur les marchés financiers vers la fin de 1992. En aidant à calmer les marchés, elle permettait aux taux d'intérêt de redescendre de leurs sommets. Et les taux d'intérêt ont effectivement beaucoup reculé. Ils se sont récemment établis à des niveaux presque aussi bas qu'en septembre dernier.

Le deuxième point que je voudrais examiner avec vous est le rapport entre l'inflation et la croissance de l'économie. Une croissance économique soutenue requiert-elle de l'inflation? Eh bien, non. L'expérience, au Canada comme ailleurs, a démontré que l'inflation n'améliore aucunement la capacité qu'a une économie de croître. Au contraire, elle empêche l'économie de bien fonctionner. C'est là une des principales raisons pour lesquelles la stabilité des prix est l'objectif que doit poursuivre la politique monétaire.

Certains persistent malgré tout à croire qu'il faudrait une accélération de l'inflation pour que l'économie canadienne connaisse une expansion plus rapide. Cette perception repose sur la prémisse que l'on peut continuer à faire croire aux gens qu'une hausse des prix et des coûts améliorera leur sort, alors que ces hausses sont dues uniquement à l'inflation et n'accroissent pas leur niveau de vie dans les faits. Or, la réalité ne corrobore pas cette prémisse. (Puisque les gens comprennent bien ce qui se passe autour d'eux, je ne vois d'ailleurs pas comment l'expérience pourrait étayer cette prémisse.) En somme, comme je l'ai déjà fait remarquer, non seulement l'inflation ne favorise pas une croissance durable, mais elle entrave la capacité qu'a l'économie de progresser. Et cela, parce que l'inflation accroît l'incertitude et fausse les décisions touchant les investissements, l'épargne et la production.

Le même argument est parfois présenté différemment. Ainsi, l'inflation ne serait pas tant un facteur de croissance que la conséquence fâcheuse, mais inévitable à court terme, d'une relance de l'activité économique. En fait, comme on a pu le constater par le passé au Canada et à l'étranger, la production peut s'accroître au sein de l'économie sans que cela n'engendre de pressions inflationnistes. Ce n'est qu'en situation de

surchauffe que les progrès accomplis dans la lutte contre l'inflation sont compromis. Je suis plutôt porté à croire que plus les gens s'habituent à des taux d'inflation bas, obtenus bien entendu grâce à une politique monétaire résolument anti-inflationniste, plus ils sont convaincus que l'inflation ne réapparaîtra pas. Dans un climat de stabilité, les entreprises et les consommateurs, dans l'ensemble de l'économie, se préoccupent moins de la menace que représente l'inflation au moment de prendre leurs décisions; et ainsi les décisions qu'ils prennent risquent moins d'alimenter à leur tour le processus inflationniste.

L'expérience a amplement démontré que l'économie canadienne peut croître rapidement tout en affichant de bas taux d'inflation. À la fin des années 50 et au début des années 60, la production a augmenté de près de 5 % par année et l'emploi, de plus de 2 %, alors que le taux moyen d'inflation était inférieur à 2 %. En outre, après la baisse du taux d'inflation, qui était supérieur à 10 % au début des années 80, l'activité économique a connu une expansion rapide pendant un bon bout de temps sans recrudescence de l'inflation. Ce n'est que vers la fin des années 80, lorsque l'expansion de la dépense s'est mise à excéder le rythme auquel notre économie pouvait accroître sa production, que les pressions inflationnistes ont commencé à se faire sentir.

Si vous le voulez bien, j'examinerai maintenant de plus près les événements récents.

La reprise de l'activité économique, amorcée au Canada au début de 1991, a été modeste par rapport aux reprises précédentes. Il y a à cela un certain nombre de raisons. D'abord, l'économie a dû se remettre des suites de la phase d'inflation, d'endettement et de spéculation qu'elle venait de traverser. Ensuite, les entreprises canadiennes ont procédé à une restructuration pour pouvoir affronter la concurrence sur un marché de plus en plus intégré à l'échelle mondiale. Enfin, l'activité économique internationale a été faible, et les cours de nombreux produits de base canadiens ont enregistré des creux cycliques.

Toutefois, il n'y a pas que des ombres au tableau. Le taux d'inflation, comme je l'ai déjà signalé, a beaucoup reculé. Et le repli des taux d'intérêt que ce recul a rendu possible a facilité l'ajustement financier et économique que l'économie canadienne devait opérer pour éliminer les conséquences de la phase antérieure d'inflation et d'endettement élevés.

D'un bout à l'autre du pays, les entreprises ont restructuré leurs bilans et leurs activités pour être en mesure de soutenir les pressions de la concurrence. Les investissements

en machines et en matériel sont demeurés élevés. C'est bon signe. La productivité s'accroît, et les entreprises ont un bien meilleur contrôle de leurs coûts. Ces facteurs ont contribué à l'amélioration de la position concurrentielle des entreprises canadiennes tant au pays qu'à l'étranger et favorisé de ce fait la forte poussée des exportations, surtout celles de biens manufacturés, qui s'est produite en 1992 et au début de cette année. La tenue de l'activité économique aux États-Unis est de bon augure pour la croissance de nos exportations cette année encore.

La baisse des taux d'intérêt a également allégé le fardeau de la dette des ménages en réduisant la part de revenu qu'ils doivent consacrer au service de leurs emprunts hypothécaires et de leurs autres dettes. De même, la baisse des taux hypothécaires et une certaine diminution des prix des maisons, après une période de forte hausse, ont facilité l'accession à la propriété. Ce sont là des bases solides d'une reprise de la dépense des ménages.

Les facteurs que je viens d'énumérer sont propices à une reprise soutenue et non inflationniste de l'activité économique au Canada. De fait, l'activité s'est intensifiée sensiblement durant la dernière partie de 1992, et cette tendance semble s'être poursuivie durant les premiers mois de cette année. La demande de produits canadiens à l'étranger est demeurée robuste. Toutefois, au début de l'année, la demande intérieure semblait encore souffrir des perturbations qui avaient secoué les marchés financiers à l'automne. Cette situation devrait cependant être de courte durée. Par ailleurs, malgré les nécessaires restructurations qui ont eu lieu dans l'économie, l'emploi a augmenté sensiblement. La progression récente des agrégats monétaires au sens étroit laisse présager un renforcement de la demande.

En somme, nous avons accompli des progrès considérables dans nos efforts pour faire échec à l'inflation et résoudre les problèmes qu'elle nous a légués. Je ne prétends pas qu'il suffit de vaincre l'inflation pour régler tous nos maux, mais c'est un grand pas dans la bonne direction. Cela contribue assurément à jeter les bases d'une expansion économique saine, et par conséquent durable. À mon avis, c'est ce que nous sommes en droit d'attendre de la politique monétaire au Canada.