
**Allocution prononcée par Gordon Thiessen
gouverneur de la Banque du Canada
devant la chambre de commerce de Kelowna
Kelowna, Colombie-Britannique
le 15 juin 2000**

L'économie canadienne : à la recherche du juste équilibre

La révolution technologique qui balaie actuellement la planète pose aux entreprises des problèmes d'adaptation de plus en plus complexes. Cette révolution transcende les frontières, intensifie la compétition et transforme les économies partout dans le monde. Les règles du jeu sont constamment réécrites, et les difficultés auxquelles sont confrontées les entreprises prolifèrent.

Pour survivre et prospérer, les entreprises doivent se tenir à l'affût des tendances qui se dessinent à l'échelle mondiale et être prêtes à innover et à employer les plus récentes techniques, aussi bien dans leurs méthodes de production que dans l'élaboration des nouveaux produits et services qu'elles offrent à leurs clients.

Au chapitre de la vitalité et du dynamisme de l'économie dans son ensemble, nous comptons essentiellement sur les entreprises, à qui il appartient de prendre les initiatives susceptibles d'améliorer leur productivité et leur compétitivité, de telle sorte que notre pays puisse

tirer parti de l'évolution rapide des technologies et de l'ouverture grandissante des marchés mondiaux.

En retour, pour que les entreprises canadiennes puissent vaquer avec assurance à leurs activités et prendre les décisions innovatrices, et parfois risquées, qu'on attend d'elles, il faut que le climat créé par les politiques économiques en place les y encourage.

Aujourd'hui, j'aimerais vous expliquer ce que fait la politique monétaire pour favoriser un tel climat.

Les bénéfices d'un taux d'inflation bas et stable

Les entreprises opèrent plus que jamais dans un univers caractérisé par le changement et l'incertitude. La Banque du Canada a fait ce qui était en son pouvoir en éliminant la grande source d'incertitude qu'était le taux d'inflation élevé et variable.

Un taux d'inflation bas et stable est bon pour les entreprises, bon pour les consommateurs et bon pour l'économie en général.

Il ne s'agit pas simplement d'une idée à la mode parmi les banques centrales. L'accent que ces dernières mettent de nos jours sur la stabilité des prix n'est ni fantaisiste ni irréfléchi. Il s'agit d'un choix pragmatique, qui vise à réduire l'incertitude quant à l'avenir, à éliminer les distorsions qu'engendre l'inflation et à atténuer les fluctuations du cycle économique.

L'avenir est par définition incertain. Et il l'est encore plus lorsque l'inflation augmente, parce que le rythme auquel les prix s'accroissent est rarement stable ou prévisible. Cela fausse et rend confuses les informations sur lesquelles les consommateurs, les chefs d'entreprise, les épargnants et les investisseurs fondent leurs décisions économiques.

Mais ce n'est pas tout. Les entreprises et les particuliers finissent par consacrer plus de temps et d'argent à essayer de se protéger, ou encore de profiter, de l'inflation. Les taux d'intérêt se mettent alors à grimper pour dédommager les épargnants et les prêteurs de la montée attendue de l'inflation et des risques causés par l'incertitude entourant le niveau futur de la hausse des prix. Rien de tout cela ne favorise les investissements productifs. Pendant les périodes de forte inflation des années 1970 et 1980, beaucoup de ressources économiques ont été ainsi englouties dans des opérations de couverture et des placements spéculatifs. Et, comme il fallait s'y attendre, tant ici qu'à l'étranger, les périodes d'expansion inflationniste se sont transformées en récession.

Nous devons à tout prix empêcher que cette situation se reproduise. C'est pourquoi la Banque du Canada et le gouvernement fédéral ont convenu d'instaurer des cibles

explicites de maîtrise de l'inflation; ainsi, nous visons à l'heure actuelle à maintenir l'inflation dans une fourchette allant de 1 à 3 %.

La poursuite de cibles de maîtrise de l'inflation fait également en sorte que la politique monétaire contribue à atténuer les fluctuations de la production, de l'emploi et des revenus. Cela fait maintenant neuf ans que les cibles sont en place; non seulement l'inflation tendancielle a été moins élevée durant cette période que pendant les deux décennies précédentes, mais en plus la croissance économique s'est raffermie et a affiché une moins grande variabilité à court terme.

Nous devons maintenant faire en sorte que cette situation se poursuive et veiller à éviter les cycles de surchauffe et de récession que nous avons connus dans le passé. Bien entendu, on ne pourra jamais éliminer complètement les fluctuations économiques. L'économie canadienne, qui est très ouverte, sera encore secouée à l'occasion par des chocs d'origine externe. Et les surprises viendront aussi parfois de l'intérieur. Mais souvent, par le passé, les fortes fluctuations que notre économie a enregistrées ont été amplifiées par des poussées d'inflation.

Le maintien d'un équilibre au sein de l'économie

Voyons maintenant comment l'économie canadienne s'est comportée dernièrement et ce que fait la Banque du Canada pour l'aider à maintenir un certain équilibre.

Notre économie connaît une croissance vigoureuse depuis un certain temps déjà – et la croissance a été soutenue même pendant la crise financière qui a secoué l'Asie en 1997 et en 1998 –, ce qui a jeté les bases des gains solides que nous observons aujourd'hui aux chapitres de l'emploi et des revenus.

Depuis le milieu de 1999, la tenue affichée par l'économie canadienne a dépassé les attentes; celle-ci a progressé à un rythme dépassant les 5 % en taux annuel, et le taux de l'inflation tendancielle, qui exclut les fluctuations des prix de l'énergie, est demeuré dans la moitié inférieure de la fourchette de 1 à 3 % visée par la Banque. Compte tenu du renforcement de la demande de produits canadiens au pays et à l'étranger, la Banque du Canada a révisé à la hausse ses projections relatives à la croissance de l'activité en 2000 et s'attend maintenant à ce que celle-ci se situe à l'intérieur d'une plage de 4 à 4,5 %.

Le dynamisme de la demande étrangère témoigne d'une expansion plus vive que prévu dans plusieurs régions du monde, y compris l'Europe et les pays à marché émergent qui ont été les plus touchés par la crise asiatique. Même au Japon, où les perspectives demeurent incertaines, la situation économique devrait s'améliorer cette année.

Mais la stimulation externe de notre économie tient davantage – et de loin – à la vigueur remarquable de la demande aux États-Unis, où nous écoulons plus de 80 % de nos

exportations. La croissance de la demande dans ce pays continue d'être spectaculaire et d'exercer de très fortes pressions sur les capacités de production. Par ailleurs, les signes de tensions sur les salaires et les prix sont devenus plus apparents. C'est pourquoi la Réserve fédérale américaine a haussé les taux d'intérêt à six reprises ces douze derniers mois, dans un effort pour ralentir le rythme d'expansion de l'activité économique.

Pour sa part, la Banque du Canada s'est inquiétée du fait que le niveau plus élevé que prévu de la demande américaine de produits canadiens, conjugué à l'essor marqué de la dépense intérieure, risquait d'exercer des pressions indues sur la capacité de production de l'économie et, partant, de provoquer une remontée de l'inflation au pays. Puisque les mesures prises par les autorités monétaires aux États-Unis corroboraient notre opinion selon laquelle les pressions s'exerçant sur la demande et l'inflation pourraient s'intensifier dans ce pays – et gagner le nôtre –, nous avons relevé les taux d'intérêt à quatre reprises depuis novembre dernier.

À cet égard, j'aimerais vous faire part de quelques considérations importantes qui sont parfois oubliées dans les commentaires que l'on entend généralement.

Les mesures de politique monétaire visent l'inflation future

J'aimerais d'abord souligner que la politique monétaire est axée sur les pressions inflationnistes *futures*.

La politique monétaire doit composer avec des décalages relativement longs. Les effets d'une modification des taux d'intérêt mettent entre 18 et 24 mois à se transmettre dans l'économie et à agir sur l'inflation. C'est la raison pour laquelle les mesures que la Banque du Canada prend aujourd'hui doivent tenir compte de la conjoncture et du niveau d'inflation auxquels on peut s'attendre dans un an et demi à deux ans, et *non pas* de la situation actuelle ou du taux d'inflation observé (sauf dans la mesure où ces facteurs influencent notre opinion au sujet de l'avenir).

Ainsi, bien que le taux de l'inflation tendancielle se soit maintenu dans la moitié inférieure de la fourchette cible, qui va de 1 à 3 %, la Banque doit prendre en considération les changements que les prix connaîtront probablement dans l'avenir.

Les mesures de politique monétaire se fondent sur les perspectives concernant notre propre économie

J'aimerais insister, dans un deuxième temps, sur le fait que la politique monétaire canadienne est élaborée d'abord et avant tout en fonction des perspectives économiques au pays.

À cet égard, l'évaluation qu'effectue la Banque de l'équilibre des forces à l'œuvre dans l'économie canadienne et de leur incidence sur l'inflation future joue un rôle crucial. Si la demande intérieure au Canada n'était pas particulièrement élevée, la demande supérieure aux attentes de produits canadiens aux États-Unis aurait un effet compensateur et ne serait guère préoccupante. Mais si la demande intérieure croissait déjà rapidement et que l'économie canadienne tournait à un régime élevé, le déversement de la forte demande américaine risquerait d'exercer des tensions sur notre capacité de production et d'engendrer pour l'avenir un taux d'inflation plus élevé.

Dans ce contexte, la banque centrale doit chercher constamment à établir la résultante de ces pressions internes et externes.

Lorsque notre économie est généralement bien synchronisée avec celle des États-Unis et que les taux d'intérêt de nos deux pays évoluent dans le même sens, j'admets qu'il puisse parfois être difficile d'interpréter la politique monétaire canadienne. Certains peuvent se laisser convaincre que la Banque du Canada n'a jamais d'autre choix que d'imiter la Réserve fédérale américaine, ou encore qu'elle doit s'être fixé une cible concernant le dollar canadien qui exige que nos taux d'intérêt suivent pas à pas les taux américains.

Or, ce n'est pas du tout le cas.

Chaque fois que les autorités monétaires américaines haussent leurs taux directeurs, nous, à la Banque du Canada, devons examiner attentivement les raisons qui ont motivé cette décision et en mesurer les conséquences dans le cadre de notre évaluation continue des perspectives en matière de demande globale et d'inflation au pays.

L'évolution de l'économie américaine revêtira toujours une grande importance pour le Canada, et les modifications apportées aux taux d'intérêt américains influenceront toujours les taux partout ailleurs dans le monde, y compris les nôtres. Mais rien ne nous interdit pour autant de pratiquer des taux d'intérêt différents, ou ne nous oblige à suivre invariablement la Réserve fédérale. Tantôt nous le faisons, tantôt, non. *Tout dépend de ce que nous estimons nécessaire pour maintenir l'économie canadienne sur un sentier de croissance non inflationniste et, par conséquent, durable.*

Comme je l'ai déjà mentionné, nous avons augmenté nos taux d'intérêt quatre fois au cours des douze derniers mois, alors que les Américains l'ont fait à six reprises. Lors de chacune de ces quatre hausses, y compris la plus récente, au mois de mai, la Banque a jugé, après mûre réflexion, que les répercussions de l'évolution économique aux États-Unis sur l'économie de notre pays justifiaient également un relèvement de nos taux.

Il importe, par ailleurs, de ne pas perdre de vue que les taux d'intérêt canadiens demeurent inférieurs à leurs pendants américains pour toutes les échéances, et ce, depuis quelques années. Cela s'explique principalement par le fait que notre taux d'inflation est moins élevé que

celui de nos voisins du sud et qu'il ne s'exerce pas de pressions aussi fortes sur notre appareil de production que sur le leur.

Nous devons maintenir un équilibre entre l'offre et la demande

Jusqu'ici, je vous ai surtout entretenu de la demande globale, et très peu de la capacité de notre économie à produire des biens et services, sauf pour signaler qu'un accroissement rapide de la demande pourrait engendrer des pressions sur l'appareil de production et sur l'inflation.

Dans l'ensemble, nous pouvons placer un degré de confiance raisonnable dans les évaluations que nous faisons des diverses sources de la demande et de son ampleur. Toutefois, nos estimations de la production potentielle sont beaucoup plus incertaines ces jours-ci, en raison des importants changements structurels en cours.

Nous savons que, ces dernières années, et notamment depuis 1996, les entreprises canadiennes ont investi massivement dans les machines, l'équipement et les logiciels à la fine pointe du progrès technique. Ces investissements devraient entraîner une hausse de la productivité au Canada et permettre à notre économie de croître plus rapidement qu'elle ne l'aurait fait autrement. Mais, à l'heure actuelle, il est difficile de savoir quelle sera l'ampleur de ces gains, si certains d'entre eux se sont déjà concrétisés ou si la plupart restent encore à venir. Jusqu'à maintenant, il n'y a guère eu, dans nos statistiques, de preuves tangibles d'une reprise substantielle de la croissance de la productivité, quoique les révisions apportées récemment aux séries chronologiques des comptes nationaux révèlent que les gains seraient légèrement supérieurs à ce qu'indiquaient les données précédentes.

En raison de cette incertitude, la Banque hésite à tabler sur un taux de croissance durablement plus élevé de la capacité de production de l'économie. Mais nous ne voulons certainement pas écarter cette possibilité non plus. C'est pourquoi nous suivons de près un éventail élargi d'indicateurs, qui pourrait nous renseigner sur la situation présente de l'offre et nous alerter, dès les premiers signes, de la présence de pressions sur la capacité et les prix. Nous nous tenons à l'affût, par exemple, des variations imprévues du taux de l'inflation tendancielle et des modifications des attentes en matière d'inflation. Nous prenons aussi en compte les prix des produits de base, les conventions collectives, les pénuries que l'on nous signale sur les marchés des biens et du travail, l'expansion de la monnaie et du crédit et les renseignements que nous obtenons grâce à nos liens avec des entreprises dans tous les coins du pays.

Prenons, par exemple, notre indice de référence, notre meilleure estimation du taux de l'inflation tendancielle. Il s'agit d'une mesure qui exclut de l'indice des prix à la consommation les fluctuations attribuables aux composantes fortement volatiles que sont l'énergie et l'alimentation et aux modifications des impôts indirects. Le taux d'inflation mesuré par cet indice a été légèrement plus faible que prévu depuis la fin de l'année dernière. Ce comportement très

favorable des prix incite à croire que les pressions s'exerçant sur la capacité de production ne sont pas aussi fortes que nous l'avions cru, ce qui nous donne davantage de latitude pour explorer les limites réelles de cette dernière. Cela devrait aussi permettre aux entreprises de tirer le meilleur rendement possible des machines et de la technologie qu'elles ont récemment acquises.

Quoi qu'il en soit, il serait dangereux de croire que la menace d'inflation a disparu. Étant donné le dynamisme et les niveaux élevés d'activité de l'économie, et compte tenu du temps nécessaire pour que les effets des mesures de politique monétaire se fassent sentir sur la production et les prix, la Banque doit demeurer vigilante. Rien ne freinerait l'expansion actuelle plus brusquement qu'une forte poussée de l'inflation.

Le défi constant qui se posera aux autorités monétaires consistera à évaluer où s'établit l'équilibre entre l'offre et la demande globales au sein de l'économie et à en déterminer les répercussions sur l'inflation. Je vous assure que la Banque est tout à fait résolue à s'acquitter de cette tâche, car le maintien du taux d'inflation à un niveau bas et stable contribuera à la création d'un environnement qui permettra à l'économie canadienne de progresser à un bon rythme et d'atteindre son plein potentiel.