
**Allocution prononcée par Gordon Thiessen
gouverneur de la Banque du Canada
devant la chambre de commerce de Calgary
Calgary, Alberta
le 14 septembre 2000**

Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne et la conduite de la politique monétaire

J'aimerais aujourd'hui vous exposer le point de vue de la Banque du Canada sur les perspectives d'évolution de l'économie canadienne. Tout d'abord, les prévisions concernant les prochains mois sont en général très favorables. Mais, comme c'est souvent le cas, il existe aussi des incertitudes avec lesquelles la Banque devra composer dans ses efforts pour maintenir l'économie sur un sentier de croissance durable et non inflationniste. Ces incertitudes représentent un défi constant pour la Banque dans la tâche qui lui incombe de mener la politique monétaire canadienne.

Notre travail consiste également à chercher sans cesse des moyens d'accroître l'efficacité de la politique – notamment en réduisant l'incertitude qui entoure nos interventions, en augmentant la transparence et la responsabilité et en sensibilisant le public aux rouages de la politique monétaire. Je compte vous faire part aujourd'hui de certaines des nouvelles dispositions que nous avons l'intention de mettre en œuvre cet automne en ce qui a trait à l'annonce des modifications apportées aux taux d'intérêt officiels. Nous croyons que ces dispositions devraient permettre d'améliorer l'efficacité de la politique monétaire au Canada.

Mais laissez-moi d'abord vous parler de la conjoncture économique actuelle.

Le point sur la situation économique

L'économie canadienne connaît une forte expansion depuis un certain temps déjà, et plus particulièrement depuis le milieu de 1999. En effet, entre ce moment et la mi-2000, l'économie a crû à un rythme d'environ 5 1/4 %.

Pendant presque toute cette période de douze mois, la croissance de l'économie a dépassé les attentes. Cette situation s'explique en partie par les effets de déversement que la

demande plus forte que prévu aux États-Unis a eus sur nos exportations.

L'essor de l'économie américaine déconcerte les observateurs depuis déjà un bon moment. Et, comme on pouvait s'y attendre, la robustesse de la demande intérieure exerce des pressions sur la capacité de production de ce pays. L'importation de biens et de services a fait office de soupape et permis de tempérer les pressions se faisant sentir sur l'appareil de production.

Nos industries à vocation exportatrice ont grandement profité du déversement de la demande excédentaire des États-Unis. Non seulement la poussée des exportations a-t-elle contribué directement à la rapide expansion de notre économie, mais elle a aussi encouragé une vive progression des achats de machines et matériel effectués par les entreprises canadiennes. En outre, les gains marqués récemment au chapitre de l'emploi et des revenus dans le secteur de l'exportation ont renforcé la croissance de la dépense des ménages au Canada.

Ensemble, le dynamisme des exportations et la forte augmentation des investissements des entreprises et de la dépense des ménages ont généré une demande étonnamment vigoureuse de produits et de services canadiens.

Il est remarquable, dans ces circonstances, que les pressions s'exerçant sur la tendance *fondamentale* de l'inflation au Canada soient demeurées très faibles.

Je sais que le taux d'accroissement sur douze mois de l'indice global des prix à la consommation a grimpé à environ 3 %, dans la foulée de l'escalade des prix de l'énergie. Bien que ce renchérissement ait été favorable aux producteurs d'énergie au pays, il a aussi provoqué une hausse du coût de la vie pour la plupart des Canadiens.

La Banque demeure tout à fait déterminée à préserver le climat actuel de taux d'inflation bas et stable. Mais la politique monétaire ne peut agir que sur la tendance future de l'inflation et non pas sur les fluctuations temporaires causées par la hausse ou la baisse du prix de composantes très volatiles comme l'énergie et l'alimentation. Bien évidemment, si l'on observait des signes que le renchérissement de l'énergie commençait à se répercuter sur le prix d'autres biens et services ou sur les attentes concernant la tendance future de l'inflation, cela changerait tout. Mais jusqu'à maintenant cela n'a pas été le cas.

Pour se faire une meilleure idée de la tendance fondamentale de l'inflation, on devrait regarder l'augmentation de l'indice de référence utilisé par la Banque – lequel exclut les variations des prix de l'énergie et de l'alimentation et l'effet des modifications des impôts indirects. Cette mesure de l'inflation tendancielle est demeurée dans la moitié inférieure de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 % que nous nous sommes fixée.

Ce résultat est quelque peu en deçà des attentes. Il donne à penser que la demande globale, bien que supérieure aux projections, pourrait ne pas encore exercer autant de pression sur la capacité de production de notre économie que nous l'avions cru au début de l'année.

Les perspectives économiques

Permettez-moi maintenant de vous présenter le point de vue de la Banque sur les perspectives d'évolution de l'économie.

Lorsqu'on met en œuvre la politique monétaire, il est très important d'adopter une « attitude prospective ». En effet, les mesures que la banque centrale prend aujourd'hui ne feront pleinement sentir leur effet sur l'économie et les prix que dans 18 à 24 mois. C'est la raison pour laquelle la Banque doit toujours prendre ses décisions en tenant compte de la croissance *future* de l'économie et de l'inflation *future*.

Nos plus récentes prévisions relativement à l'expansion économique en 2000 (publiées dans la *Mise à jour du Rapport sur la politique monétaire* d'août dernier) se situent dans une plage de 4 1/4 à 4 3/4 %, ce qui dépasse légèrement celles que nous avons formulées au printemps. Elles supposent que la croissance se ralentira d'ici la fin de l'année par rapport au rythme très rapide observé au cours du premier semestre. Toutefois, malgré un tel ralentissement, il est probable que la production s'accroîtra plus vite que la capacité elle-même et que les pressions s'exerçant sur cette dernière iront en augmentant. C'est pourquoi nous prévoyons que l'inflation mesurée par l'indice de référence se hissera jusqu'à 2 % – soit le milieu de la fourchette cible de 1 à 3 % de la Banque – d'ici le début de l'année prochaine. Parallèlement, si les cours mondiaux du pétrole brut se stabilisent, nous estimons que le taux d'accroissement de l'IPC global descendra graduellement pour se rapprocher de celui de l'indice de référence.

Mais, comme je l'ai dit plus tôt, un certain nombre d'incertitudes entachent cette projection. Les principales concernent l'évolution future de l'économie américaine. Celle-ci va-t-elle décélérer pour s'établir à un rythme plus soutenable? Ou bien assisterons-nous à un nouveau déversement inattendu de la demande américaine sur nos exportations? À l'heure actuelle, il semble que la croissance de la dépense des ménages américains soit en train de se modérer.

Mais que se passera-t-il si l'économie des États-Unis ne ralentit pas assez rapidement pour prévenir une recrudescence de l'inflation dans ce pays? Cela aura-t-il un effet négatif appréciable sur les anticipations d'inflation au Canada? C'est dans un tel contexte que l'engagement de la Banque à maintenir la tendance de l'inflation à l'intérieur de la fourchette cible entre véritablement en jeu. Notre rôle consiste à rassurer les Canadiens, en veillant à ce que l'inflation demeure chez nous à un niveau bas et stable, même si elle augmente aux États-Unis.

Un autre grand facteur d'incertitude tient à la capacité de production de notre économie. Comme je le faisais remarquer plus tôt, les résultats remarquables obtenus jusqu'ici au chapitre de l'inflation incitent à croire qu'il restait probablement une certaine marge de capacités inutilisées au sein de l'économie au début de l'année. Bien que nous postulions, à cet égard, que les pressions qui s'exercent sur la capacité vont contribuer à une hausse du taux de l'inflation tendancielle – lequel devrait passer de 1 1/2 %, à l'heure actuelle, à 2 %, l'an prochain –, il reste

que ces prévisions comportent une bonne dose d'incertitude.

Il se peut que l'essor des investissements que connaît le Canada depuis 1996 fasse augmenter la croissance de la productivité et la capacité de production plus rapidement que nous ne l'envisageons. De nombreuses observations empiriques indiquent que l'expérience des États-Unis (où la poussée des investissements en technologie a conduit à de robustes gains de productivité) est en train de se reproduire en partie au Canada. Jusqu'à tout récemment, on avait noté peu de signes d'une telle situation dans nos chiffres officiels de la productivité pour l'ensemble de l'économie. Toutefois, les chiffres du deuxième trimestre de cette année, qui ont été publiés dernièrement, font état de gains de productivité solides. Bien entendu, il reste à voir si cette tendance se maintiendra.

La réaction de la politique monétaire

Quelle a été la réaction de la politique monétaire à cette conjoncture? En raison de la vigueur étonnante de la demande au Canada depuis le milieu de 1999, et vu la probabilité que celle-ci se traduise par des pressions inflationnistes dans l'avenir, la Banque du Canada a relevé les taux d'intérêt à quatre reprises – soit de 1 1/4 point de pourcentage au total – entre novembre 1999 et mai 2000.

Ces quatre hausses ont suivi des mesures similaires prises par la banque centrale américaine. L'évaluation de la Réserve fédérale, selon laquelle des majorations des taux d'intérêt s'avéraient nécessaires vu que la progression de la demande aux États-Unis continuait de dépasser celle de l'offre, a joué un rôle important dans notre décision de lui emboîter le pas. En effet, cette évaluation laissait présager un déversement soutenu de la demande américaine au Canada, qui se serait ajouté à la croissance déjà vigoureuse des dépenses des entreprises et des ménages canadiens.

Cette demande additionnelle de nos produits, à un moment où la demande intérieure était déjà vive, accroissait essentiellement le risque que nous nous heurtions à des contraintes de capacité et à des pressions inflationnistes.

De toute évidence, l'évolution de la situation économique et financière des États-Unis sera toujours pertinente pour le Canada. Après tout, nos échanges avec ce pays représentent plus de 80 % de notre commerce extérieur. De plus, les marchés financiers américains exercent une influence considérable sur les taux d'intérêt pratiqués partout dans le monde, y compris au Canada. Pourtant, on aurait tort de penser que la Banque du Canada doit toujours suivre l'orientation de la Réserve fédérale, ou que les niveaux des taux d'intérêt canadiens et américains doivent être identiques.

La politique monétaire canadienne a pour objet de réagir aux tendances qui caractérisent *notre* propre économie. Évidemment, les liens étroits qui unissent le Canada et les

États-Unis se traduisent souvent par des tendances économiques similaires dans les deux pays, ce qui peut exiger la mise en œuvre de politiques semblables. Mais ce n'est pas toujours le cas. Depuis le milieu de 1999, par exemple, les Américains ont relevé leurs taux d'intérêt à six reprises, tandis que nous avons majoré les nôtres quatre fois. En outre, le loyer de l'argent demeure plus bas ici qu'aux États-Unis, du fait que notre taux d'inflation est moindre et que notre économie n'a pas connu une expansion aussi rapide, ni échelonnée sur une période aussi longue, que cela n'a été le cas chez nos voisins du sud. (Les risques que des pressions s'exercent sur la capacité de production et sur l'inflation sont donc moins grands au Canada.)

Mais j'admets que la politique monétaire canadienne peut être difficile à interpréter lorsque les économies des deux pays évoluent parallèlement, en particulier lorsque la Réserve fédérale a relevé ses taux directeurs et que la Banque lui a aussitôt emboîté le pas. Chaque fois, on a eu tendance à croire que la Banque était forcée d'imiter la Réserve fédérale, ou alors qu'elle devait s'être fixée à l'égard du dollar canadien des cibles exigeant que nos taux d'intérêt suivent pas à pas ceux des États-Unis.

À vrai dire, ni l'une ni l'autre de ces hypothèses n'est exacte. Lorsque les autorités monétaires américaines décident d'intervenir, la Banque du Canada examine soigneusement les raisons qui justifient les mesures prises et réévalue en conséquence les perspectives de la demande globale et de l'inflation au Canada. Notre mission consiste à prendre les moyens que nous jugeons appropriés pour que la croissance de *notre* économie demeure non inflationniste, et donc soit durable.

Nouvelle méthode pour l'annonce des mesures de politique monétaire

J'aimerais maintenant vous parler d'un autre aspect de la conduite de la politique monétaire au Canada.

Comme je l'ai dit plus tôt, la Banque s'efforce constamment d'améliorer l'efficacité de sa politique monétaire.

Ces deux dernières années, nous nous sommes penchés sur les méthodes qu'emploient d'autres banques centrales pour annoncer les modifications qu'elles apportent à leurs taux officiels, en nous demandant s'il n'y avait pas lieu d'améliorer nos dispositions actuelles. Nous avons constaté que la plupart des banques centrales du monde annoncent leurs décisions en matière de taux d'intérêt uniquement à certaines dates, établies longtemps à l'avance. Cette pratique, en usage aux États-Unis depuis un certain temps, s'est aujourd'hui répandue dans d'autres grandes économies (telles que le Japon, les pays de la zone euro et le Royaume-Uni) ainsi que dans un certain nombre de pays industriels de plus petite taille (comme la Suède, l'Australie et la Nouvelle-Zélande).

Après un examen approfondi des différents enjeux, nous sommes arrivés à la

conclusion que l'annonce, à des dates pré-établies, des mesures touchant les taux d'intérêt aurait des effets positifs tant sur la mise en œuvre que sur l'efficacité de la politique monétaire du Canada.

Le choix de huit dates par année nous a semblé approprié dans le contexte canadien. Ces huit dates sont déterminées par le moment de la publication des informations économiques sur lesquelles la Banque s'appuie pour jauger la situation économique au Canada, établir des prévisions et décider de prendre ou non des mesures de politique monétaire. Au moins une semaine sépare chacune de ces dates de celles où la Réserve fédérale annonce ses propres mesures. Avant de mettre en place ce nouveau régime, nous consulterons les parties intéressées afin de déterminer quel jour de la semaine et quelle heure de la journée sont les plus propices à l'annonce d'une modification des taux d'intérêt.

À notre avis, les avantages de cette nouvelle méthode, par rapport à celle en vigueur actuellement, devraient favoriser l'efficacité de la politique monétaire. Permettez-moi de vous expliquer brièvement pourquoi.

D'abord, les nouvelles dispositions devraient permettre d'atténuer l'incertitude des marchés financiers quant au moment où seront prises des mesures de politique monétaire. Actuellement, la Banque peut modifier les taux d'intérêt n'importe quel jour ouvrable (du lundi au vendredi), à 9 h. Comme les opérateurs du marché ne savent pas avec précision quel jour les taux seront révisés, il arrive que les marchés fonctionnent au ralenti plusieurs matins de suite lorsqu'ils s'attendent à une possible intervention de la Banque. Le fait de dissiper cette incertitude pourrait donc améliorer l'efficacité et la liquidité des marchés.

Nous croyons également que cette nouvelle façon de faire incitera le public à tourner davantage son attention sur les tendances économiques propres à *notre économie* et sur les mesures de politique monétaire les mieux adaptées dans les circonstances. Je m'explique.

À chacune des huit dates pré-établies en question, la Banque publierait un communiqué donnant un aperçu de la conjoncture économique au Canada et expliquant pourquoi elle a décidé de modifier ou non les taux d'intérêt. Cela nous donnerait aussi l'occasion de rattacher plus expressément l'évolution récente de la conjoncture aux tendances économiques sous-jacentes à moyen terme, soit les 18 à 24 mois sur lesquels s'étale l'incidence des mesures de politique monétaire. Ces huit communiqués de presse, ajoutés à nos autres principaux énoncés sur la politique monétaire le reste de l'année, nous permettront de rendre compte de nos vues sur l'économie canadienne plus souvent et d'une façon plus régulière et continue.

En somme, si la Banque s'acquitte correctement de son rôle en matière d'information du public, on peut s'attendre à ce que les analystes économiques, les participants au marché et le public en général puissent concevoir plus clairement les facteurs qui influent sur la politique monétaire et être mieux en mesure de prévoir le sens des interventions. C'est d'ailleurs

ce qui s'est produit aux États-Unis, dans les pays de la zone euro et au Royaume-Uni.

Évidemment, dans des cas extrêmes, la Banque pourrait décider d'agir sur-le-champ plutôt que d'attendre la prochaine date prévue pour l'établissement des taux d'intérêt officiels. Les nouvelles dispositions n'empêcheraient aucunement ce genre d'intervention, qui resterait toutefois une mesure d'exception, réservée aux circonstances extraordinaires.

Nous ferons connaître mardi les détails de cette nouvelle façon d'annoncer les modifications des taux d'intérêt. Les renseignements pertinents seront versés dans le site Web de la Banque, et le public sera invité à nous faire part de ses commentaires. Nous prévoyons implanter ce nouveau régime à l'automne, de sorte que la première date d'intervention tomberait en novembre 2000.

Conclusion

Pour conclure, j'aimerais revenir sur les points que j'ai soulevés tout à l'heure à propos de la situation de notre économie.

L'économie canadienne affiche une excellente tenue depuis quelques années, et la Banque prévoit que cela se poursuivra. La politique monétaire doit veiller à maintenir l'économie sur un sentier de croissance non inflationniste.

Au cours des mois à venir, certaines incertitudes entourant les perspectives économiques poseront des défis aux responsables de la politique monétaire. Les grandes incertitudes sont la tenue future de l'économie américaine et ses répercussions pour le Canada. À cet égard, ce qui importe le plus est que les autorités monétaires américaines parviennent à ramener une économie en effervescence à un rythme d'expansion plus soutenable.

Un autre important défi, pour la politique monétaire canadienne, consistera à maintenir un équilibre entre l'offre et la demande au pays, et ce, à un moment où les nouvelles technologies pourraient bien œuvrer à la transformation de notre économie et en accélérer le rythme de croissance, nous ne pouvons être certains que ces changements s'opèrent. Même si les gains de productivité observés récemment sont encourageants, il est trop tôt pour affirmer que nous assistons à l'amorce d'une amélioration soutenue à ce chapitre.

Pour ces raisons, la Banque continuera de suivre de près l'ensemble des indicateurs susceptibles de fournir les signes annonciateurs d'un tel redressement. Nous devons rester prudents toutefois, ne pas confondre nos espoirs avec la réalité et, ainsi, éviter de prendre des risques sur le plan de l'inflation. En effet, une poussée de l'inflation et la hausse des taux d'intérêt qui l'accompagnerait décourageraient les investissements, en particulier dans le secteur des logiciels et du matériel informatique de pointe, qui accroissent la productivité et sont déterminants pour l'amélioration de la tenue future de l'économie.

Les perspectives s'annoncent très prometteuses pour l'économie canadienne. La meilleure chose que peut faire la Banque, afin de contribuer à la réalisation de ce potentiel, est de maintenir le climat d'inflation faible et stable que nous connaissons actuellement. Car c'est ce climat, justement, qui favorise une croissance économique durable et soutenue ainsi qu'une élévation du niveau de vie au fil des ans. Je peux vous assurer que la Banque du Canada reste fermement résolue à atteindre cet objectif.