
Allocution prononcée par David Dodge
gouverneur de la Banque du Canada
au Speakers Forum
Toronto, Ontario
le 29 janvier 2003

La politique monétaire face aux défis de l'incertitude

J'aimerais aujourd'hui vous entretenir de certaines des incertitudes qui entourent les perspectives économiques du Canada et de la façon dont la Banque du Canada gère ces incertitudes par la conduite de sa politique monétaire. Je discuterai notamment de l'évolution des prix au sein de l'économie et j'expliquerai comment le cadre de mise en œuvre des politiques macroéconomiques du Canada protège le pays des risques d'inflation ou de déflation persistante. Je terminerai en vous faisant part de nos plus récentes prévisions pour l'économie canadienne.

Il y a deux semaines, je me trouvais à Bâle, en Suisse, pour l'une de nos réunions périodiques à la Banque des Règlements Internationaux. Les rencontres de ce genre qui se sont tenues au cours de la dernière année ont été particulièrement intéressantes pour nous, les participants canadiens. En effet, nos collègues de l'étranger ont l'habitude de nous poser cette question : « Comment se fait-il que votre économie se porte si bien, alors que nous semblons tous éprouver des difficultés? »

Nous leur répondons que si le Canada a été moins touché par le ralentissement récent de l'économie mondiale, c'est notamment grâce aux efforts exceptionnels que nous avons déployés au cours des années 1990 pour redresser le cadre macroéconomique de notre pays, c'est-à-dire notre politique monétaire et notre politique budgétaire. Nous savons tous combien il a été pénible de nous ajuster au libre-échange, de maîtriser l'inflation au début des années 1990 et d'éliminer les déficits publics durant cette décennie. La tâche a été coûteuse sur le plan économique, mais le Canada en récolte maintenant des fruits visibles.

Bien sûr, la chance nous a aussi quelque peu favorisés, en ce sens que nous sommes moins exposés aux secteurs les plus durement touchés. Mais la vigueur économique de notre pays pendant les deux ou trois années difficiles qu'a connues l'économie mondiale tient principalement au fait que le Canada est resté fidèle à son cadre de politique général. Voilà qui souligne l'importance de maintenir ce cadre, particulièrement dans le contexte actuel où les perspectives économiques à court terme à l'échelle internationale sont peu favorables et où le climat géopolitique est incertain.

Sur une scène économique caractérisée par une telle incertitude, il n'est pas étonnant que des inquiétudes s'expriment ces jours-ci quant aux risques liés aussi bien à l'accélération de l'inflation qu'à la déflation.

Je crois qu'il est important de mettre ces préoccupations en contexte, afin d'aider les Canadiens à mieux comprendre les risques et les conséquences des variations de prix dans l'économie. C'est la raison pour laquelle je vais centrer la plupart de mes propos aujourd'hui sur cette question. Après tout, le but de la politique monétaire de la Banque du Canada est de garder l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible.

Il y a maintenant plus de dix ans que la Banque applique un régime de cibles d'inflation après avoir conclu une entente à cet effet avec le gouvernement fédéral. Nous visons à maintenir la hausse tendancielle des prix à la consommation à 2 %, soit le point médian d'une fourchette cible de 1 à 3 %. Comme nous avons réussi à contenir l'inflation à l'intérieur de cette fourchette pendant la majeure partie de la dernière décennie, les attentes d'inflation des Canadiens se sont ancrées fermement autour de la cible de 2 %.

D'emblée, je vous donne l'assurance que la Banque du Canada va continuer à conduire la politique monétaire de façon à toujours ramener le taux d'inflation à cette cible de 2 % en cas d'écart, dans un sens comme dans l'autre. Le cadre de poursuite de cibles d'inflation dont s'est doté le Canada fonctionne de manière symétrique, c'est-à-dire que nous réduisons au minimum et les risques d'une montée soutenue de l'inflation et la menace de la déflation.

Récemment, les taux d'inflation au Canada ont augmenté davantage que ce qui avait été prévu. Simultanément, la faiblesse de la conjoncture économique mondiale, l'effondrement des cours des actions et la diminution des prix de certains biens manufacturés suscitent des craintes quant aux possibilités de déflation à l'étranger. Voyons maintenant ces deux risques, soit l'inflation et la déflation.

Le risque d'inflation

Considérons tout d'abord le risque associé à l'évolution à la hausse des prix : celui d'une accélération de l'inflation. Il y a plus de dix ans que le Canada n'a pas connu de période prolongée de forte inflation. Depuis l'instauration du régime de cibles d'inflation, tant l'inflation tendancielle que les attentes à cet égard ont été ramenées à près de 2 % et se maintiennent à ce niveau.

Le taux d'accroissement de l'IPC global s'est élevé considérablement au cours des derniers mois, en raison notamment de la majoration des cours du pétrole et du gaz naturel, des primes d'assurance habitation et d'assurance automobile ainsi que des taxes sur le tabac et, en Ontario, du renchérissement de l'électricité. À ces facteurs s'est ajouté l'effet d'écho des rabais temporaires pratiqués à la fin de 2001, après les attentats terroristes du 11 septembre.

Parallèlement, le raffermissement de la demande au Canada a poussé les prix à la hausse dans des secteurs comme le logement et certains services. Ce mouvement commence à se

refléter un peu plus globalement dans les données relatives à l'IPC et se répercute également sur toutes nos mesures de l'inflation tendancielle, les baisses observées dans d'autres composantes de l'IPC n'ayant pu compenser le mouvement de hausse. Cela donne à penser que la vigueur de la demande est peut-être suffisante à présent pour faciliter un relèvement des prix et un élargissement des marges bénéficiaires.

La politique monétaire de la Banque vise à maintenir le taux d'accroissement de l'IPC global à 2 % ou à l'y ramener dans un délai de 18 à 24 mois. Compte tenu de cet horizon temporel, il nous faut voir au-delà de la volatilité à court terme, comme celle que les derniers mois nous ont donnée à profusion. Pour ce faire, nous mettons l'accent sur notre indice de référence, qui exclut les huit composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes.

Bien sûr, aucune mesure de l'inflation fondamentale ou sous-jacente ne permet de prévoir parfaitement l'inflation. Nous examinons aussi de près l'évolution de chacune des composantes de l'IPC afin de jauger l'ampleur et la persistance des variations de prix. Récemment, par exemple, nous avons consacré beaucoup de temps à l'examen des facteurs qui ont influé sur les prix de l'électricité et de certains aliments ainsi que sur les primes d'assurance.

Il est probable qu'un grand nombre des variations des prix relatifs qui agissent actuellement sur l'inflation s'avéreront temporaires. Mais la persistance récente de taux d'inflation supérieurs aux niveaux prévus ainsi que la présence d'autres signes de pressions sur l'appareil de production indiquent peut-être que notre économie tourne plus près des limites de sa capacité que la Banque ne l'avait d'abord cru.

Le risque de déflation

Examinons maintenant le risque potentiel associé à l'évolution à la baisse des prix : celui de la déflation, qui se définit comme un recul persistant du prix moyen des biens et des services.

Nous avons tous beaucoup entendu parler des torts que la déflation a causés au Japon. La crainte d'une déflation est aussi apparue dans certains pays, dont les États-Unis, face au recul des prix des biens. L'économie de ces derniers tournant en deçà des limites de sa capacité, l'écart de production qui en résulte exerce une pression à la baisse sur les prix.

Pourquoi la possibilité d'une chute des prix est-elle si inquiétante? En fait, pour les Nord-Américains, la déflation évoque habituellement le souvenir des années 1930 et des terribles conséquences économiques et sociales de la grande crise. La déflation, à cette époque, avait été provoquée par une contraction spectaculaire de la demande.

Ce genre de déflation peut engendrer un cercle vicieux de déclin des profits et des valeurs boursières, d'alourdissement de l'endettement, de faillites d'entreprises, de freinage des investissements et de tassement supplémentaire de la demande. L'objectif de la politique macroéconomique devrait être d'éviter ce type de situation. C'est précisément pour cette raison

que le cadre de poursuite de cibles d'inflation du Canada fonctionne de façon symétrique.

Cependant, la faiblesse de la demande n'est pas la seule cause possible d'une baisse des prix. Un fléchissement des prix déclenché par une hausse de la productivité ne serait pas néfaste pour l'économie, puisque cette productivité accrue se traduirait par une augmentation des profits et des dépenses des entreprises et par une progression des revenus réels.

Cela dit, jetons un coup d'œil sur l'évolution générale des prix de par le monde. Dans bon nombre des grandes économies, à l'exception du Japon, l'inflation se maintient aux alentours de 2 % en moyenne. Il s'agit d'un niveau très bas en regard des résultats observés par le passé, mais néanmoins bien au-dessus de zéro. Dans certains de ces pays, comme je l'ai mentionné, les prix des biens diminuent. Mais ce fléchissement a été induit en grande partie par une hausse de la productivité.

Les gains de productivité ont été surtout concentrés dans les industries productrices de biens. C'est pourquoi les prix des biens et des services évoluent de façons aussi différentes. Aux États-Unis par exemple, les prix des biens — selon l'indice mesurant l'inflation tendancielle — se sont repliés de 1 1/2 % au cours de la dernière année, alors que ceux des services ont progressé de 3 1/2 % environ, ce qui s'est soldé par un taux d'inflation tendancielle global de quelque 2 %. Un scénario similaire d'évolution des prix se dessine au Royaume-Uni.

Si les progrès techniques et la croissance de la productivité font diminuer les prix des biens, la rentabilité des industries productrices de biens sera préservée, les salaires pourront croître et il n'y aura pas de retombées négatives sur l'emploi et les dépenses en général.

Au Canada, les prix des biens augmentent plus lentement que ceux des services. Cependant, leur niveau général ne baisse pas. Les différences structurelles entre nos économies respectives y sont peut-être pour quelque chose, mais, fondamentalement, cette situation tient au fait que la demande intérieure est plus vigoureuse ici qu'aux États-Unis et que notre économie tourne plus près des limites de sa capacité.

Voici quelques-unes des données dont nous disposons actuellement pour étayer ce point de vue. Le taux d'utilisation des capacités, parmi les producteurs de biens du Canada, approche du point à partir duquel des contraintes de production commencent à surgir. Dans certains secteurs, les entreprises sont aux prises avec une pénurie de main-d'œuvre qualifiée. En outre, les marges bénéficiaires des entreprises des secteurs de la consommation se sont accrues durant les trois premiers trimestres de 2002. Toutes ces informations permettent de penser que, dans la plupart des cas, la diminution que l'on observe dans les prix de certains biens au Canada n'est pas attribuable à la faiblesse de la demande, comme cela semble être le cas aux États-Unis. Qui plus est, les bilans des entreprises canadiennes s'améliorent et se comparent d'ailleurs avantageusement à ceux d'autres firmes dans le monde.

La réduction des risques par la conduite d'une politique monétaire symétrique

Nous venons de voir quelles sont les conséquences d'une orientation à la hausse

ou à la baisse des prix, et certains des facteurs qui influent sur l'évolution de ceux-ci au pays et à l'étranger. Permettez-moi maintenant de prendre quelques minutes pour vous expliquer en quoi notre cadre de conduite de la politique monétaire réduit les risques aussi bien d'une inflation que d'une déflation persistante.

Comme je l'ai dit plus tôt, la politique monétaire canadienne agit de façon symétrique, ce qui signifie que nous accordons la même attention à tout écart important — positif ou négatif — du taux d'inflation par rapport à la cible de 2 %. Nous réagissons aux chocs qui font dévier l'inflation tendancielle de cette cible. Par exemple, après les attentats terroristes du 11 septembre 2001, nous avons abaissé notre taux directeur rapidement et de façon marquée, afin d'étayer la confiance. Puis, au printemps 2002, des signes ont commencé à montrer que le rythme d'accroissement de la demande était plus rapide que celui de la production potentielle. Même si cette tendance n'était pas encore perceptible dans les prix, nous avons haussé notre taux directeur à trois reprises, entre avril et juillet, pour une majoration totale de trois quarts de point de pourcentage.

Face à la montée de l'inflation, l'automne dernier, nous nous sommes abstenus de relever les taux parce que nous nous attendions à ce que l'atonie de l'économie mondiale limite la demande globale de biens canadiens.

La Banque entend maintenant intervenir afin d'empêcher que les taux élevés actuellement cités dans les manchettes ne se répercutent sur les attentes concernant l'inflation future et de ramener le taux d'inflation à la cible de 2 %. Nous allons également suivre de près toutes les mesures des pressions qui s'exercent sur l'appareil de production.

Les perspectives de l'économie canadienne

Cela m'amène à vous parler des projections économiques de la Banque pour les 18 prochains mois environ. Bien que le Canada ait enregistré une croissance supérieure à celle de ses principaux partenaires commerciaux, nos perspectives demeurent largement tributaires de l'évolution de la situation à l'étranger. Après tout, nous vendons des produits et des services au reste du monde. Je vais donc me pencher d'abord sur la conjoncture externe.

Depuis l'été dernier, nous sommes préoccupés par les vents contraires financiers et l'incertitude géopolitique ainsi que par leur incidence sur la demande mondiale.

Dans la *Mise à jour* de notre *Rapport sur la politique monétaire*, qui vient de paraître, nous signalons la possibilité que les perspectives de croissance de l'économie mondiale pour la première moitié de 2003 se soient encore dégradées. Néanmoins, nous nous attendons toujours à ce que le rythme d'expansion s'accélère au second semestre ainsi qu'en 2004.

Nous prévoyons aussi que le niveau des primes de risque exigées sur les marchés financiers continuera de diminuer, ce qui devrait rendre le climat encore plus propice aux investissements des entreprises plus tard cette année.

Sur le plan géopolitique, toutefois, la possibilité d'une guerre au Proche-Orient demeure la principale source d'incertitude. Voyons quelles sont les implications de différents scénarios. Dans l'éventualité d'un règlement négocié à brève échéance du conflit en Irak, ou même dans celle d'une campagne courte et décisive, les tensions géopolitiques pourraient s'atténuer assez rapidement. Par contre, une guerre prolongée serait susceptible d'accentuer l'incertitude qui entoure les perspectives de l'économie mondiale et d'ébranler la confiance des consommateurs et des entreprises. Si une guerre éclatait, les approvisionnements en pétrole risqueraient d'être perturbés, ce qui ferait grimper les cours du brut, freinerait davantage l'activité économique mondiale et pousserait à la hausse le taux d'inflation mesuré par l'IPC global dans le monde.

Précisons toutefois que ce relèvement des cours gonflerait la valeur des exportations canadiennes de pétrole et de gaz naturel. Enfin, une guerre prolongée pourrait stimuler les dépenses publiques aux États-Unis et, partant, la demande dans ce pays.

Évidemment, nous ignorons quelle sera l'issue de la situation au Proche-Orient. Nous avons donc fait l'hypothèse que les incertitudes qu'elle cause se dissiperont au second semestre de 2003, et fondé sur cette hypothèse nos prévisions concernant les économies canadienne et mondiale.

Voyons maintenant quelles sont les perspectives pour le Canada. Le rythme de croissance de notre économie, qui avait été beaucoup plus rapide que celui de la production potentielle au premier semestre de 2002, s'est ralenti pour revenir à un taux proche de ce dernier durant la seconde moitié de l'année. Malgré cette baisse de régime, le niveau de la demande est demeuré près des limites de la capacité de production depuis le milieu de 2002.

Nous prévoyons que le taux d'expansion sera inférieur à celui de la production potentielle au premier semestre de 2003. Nous nous attendons cependant à ce que les pressions de la demande s'intensifient au second semestre de l'année et en 2004, à mesure que l'incertitude perdra en intensité sur la scène mondiale. Toutefois, grâce à une réduction appropriée du degré de détente monétaire, nous croyons que l'économie continuera de tourner près des limites de sa capacité en 2003 et 2004.

Comme je l'ai souligné précédemment, les taux d'inflation observés récemment sont légèrement supérieurs aux projections. Cela s'explique par les augmentations ponctuelles de certains prix, telles les majorations des primes d'assurance, mais aussi par une certaine généralisation des pressions sur les prix attribuable au raffermissement de la demande.

Sous l'influence des facteurs ponctuels, le taux d'inflation mesuré par l'indice de référence demeurera bien au-dessus de la cible de 2 % durant le premier semestre de cette année¹.

¹ Le taux d'inflation mesuré par l'indice de référence est descendu à 2,7 % en décembre, en grande partie sous l'influence des rabais offerts sur l'électricité en Ontario. Cette tendance devrait toutefois se renverser en janvier. En effet, les chiffres de décembre reflètent selon nous une poursuite de l'évolution récente des prix. Ainsi, l'inflation devrait se situer au-dessus de la cible de 2 % pendant le reste de l'année.

Nous nous attendons à ce qu'il fléchisse au second semestre et en 2004, à mesure que les effets des facteurs ponctuels s'estomperont, et en raison de la réduction du degré de détente monétaire, qui contribuera à contenir les pressions de la demande.

Les perspectives concernant l'inflation mesurée par l'IPC global, cette année, continueront de dépendre dans une large mesure de l'évolution des cours du pétrole brut. Compte tenu du niveau actuel des prix du pétrole et du gaz, le taux d'accroissement de l'IPC global pourrait se situer entre 4 et 4,5 % au premier trimestre. Si ces cours reculent au second semestre, comme les prix des contrats à terme le laissent présager, le taux d'inflation global redescendra alors pour s'établir près du niveau de l'indice de référence.

Il faut se rappeler que les conditions monétaires restent expansionnistes. Pour que l'inflation revienne à la cible de 2 % à moyen terme, il sera nécessaire de réduire la détente en place. Autrement dit, nous devons majorer les taux d'intérêt.

Le rythme auquel nous réduirons la détente monétaire dépendra de certains éléments. Permettez-moi de les énumérer à nouveau. Premièrement, même si la récente recrudescence de l'inflation a résulté dans une large mesure de facteurs spéciaux, nous ne pouvons exclure la possibilité que les pressions de la demande soient en train de s'accroître. Nous allons donc examiner ces pressions de près. Deuxièmement, la Banque doit éviter qu'une inflation supérieure à la cible de 2 % ne finisse par faire augmenter les attentes d'inflation. Ces dernières seront aussi surveillées étroitement. Troisièmement, la confiance des investisseurs et des marchés financiers s'est raffermie, mais elle demeure fragile en raison des incertitudes d'ordre géopolitique et économique qui se font sentir à l'échelle mondiale. Nous allons donc suivre l'évolution des marchés financiers et du crédit, afin de jauger le climat pour les investissements des entreprises. Quatrièmement, l'issue des événements au Proche-Orient pourrait avoir des répercussions sur la demande et l'inflation, au Canada et ailleurs dans le monde.

Comme je l'ai dit, prédire la trajectoire qu'empruntera l'économie mondiale n'est pas une chose aisée dans les circonstances actuelles. Néanmoins, malgré les incertitudes liées à la conjoncture internationale, l'économie canadienne affiche une vigueur soutenue. Celle-ci est le fruit du travail extraordinaire que les Canadiens ont accompli afin de se doter d'un cadre macroéconomique solide et de le conserver. Je puis vous assurer que la politique monétaire, en tant que partie intégrante de ce cadre, continuera d'aider les Canadiens à relever les défis qui se présenteront dans un monde caractérisé par l'incertitude.