



Discours prononcé par Mark Carney
gouverneur de la Banque du Canada
devant la Chambre de commerce de Halifax
Halifax (Nouvelle-Écosse)
le 27 janvier 2009

LE TEXTE PRONONCÉ FAIT FOI

La poursuite de cibles d'inflation en période de récession mondiale

C'est toujours un plaisir pour moi de me retrouver à Halifax, une ville riche en histoire et empreinte de dynamisme – un dynamisme que cette Chambre incarne depuis des siècles, avec des origines qui remontent à 1750.

De fait, ce qui ne cesse de me frapper lorsque je viens ici, c'est le succès avec lequel la ville célèbre son passé alors même qu'elle se prépare pour l'avenir, ce qui dénote une vitalité que les finalistes des prix d'excellence « Halifax Business Awards » ont bien fait ressortir dans la livraison actuelle de *Business Voice*.

C'est un honneur pour moi de faire partie de vos « distingués conférenciers », bien que mes collègues me disent que l'on réserve habituellement le mot « distingué » aux personnes d'un certain âge! Il est vrai que j'ai vieilli depuis que je suis devenu gouverneur et j'accepterai volontiers toute étiquette que je peux prendre pour un compliment. Dans cette période chargée de défis, il faut prendre tout ce qui passe.

Certes, les temps sont difficiles actuellement. Nous sommes confrontés à une crise financière qui est sans pareille depuis plusieurs générations. La plupart des marchés financiers ont connu des baisses historiques de leurs cours et des pics de volatilité sans précédent. Des grands noms de la finance se sont écroulés. Le marché mondial des capitaux est soumis à de vives tensions. Les enjeux liés à la stabilité financière qui, autrefois, n'obsédaient guère qu'une poignée de pessimistes font maintenant partie des préoccupations quotidiennes de bien des gens.

Les gouvernements et les banques centrales ont réagi en prenant des mesures énergiques. Des initiatives additionnelles devraient être menées au cours des prochaines semaines. Ces interventions porteront leurs fruits, même s'il faudra du temps avant que la confiance soit restaurée et que les capitaux se remettent à circuler. Dans l'intervalle, le ralentissement soudain et synchronisé à l'échelle du globe se traduira par des pertes d'emplois et des manques à produire. La présente récession mondiale apaise les craintes d'une hausse de l'inflation, qui semblaient tout à fait justifiées il y a quelques mois à peine, lorsque les prix des combustibles, des aliments et d'autres produits de base enregistraient des hausses vertigineuses. Dans certains pays par contre, ce n'est plus l'inflation que l'on craint, mais plutôt le problème inverse – la déflation – qui pourrait se matérialiser.

Lorsque les temps sont difficiles comme en ce moment, les gens se tournent, avec raison, vers quelques valeurs sûres : les institutions sur lesquelles ils peuvent compter et

l'assurance que certaines attentes se concrétiseront. Le message que je veux transmettre aujourd'hui est que les Canadiens et les Canadiennes peuvent s'attendre à ce que la Banque du Canada s'acquitte de son mandat et à ce que l'inflation soit à un niveau bas, stable et prévisible. La poursuite sans relâche de la maîtrise de l'inflation par les autorités monétaires est essentielle en cette période de crise financière et de récession mondiale et elle demeure la meilleure contribution que la politique monétaire puisse apporter à la prospérité économique et financière du pays.

Inflation, désinflation et déflation

Comme chacun sait, l'inflation correspond à une augmentation persistante du prix moyen des biens et services, autrement dit à une hausse tendancielle du coût de la vie. Elle est mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) global, qui est cité dans les manchettes, et qui suit les prix de détail d'un panier de biens et services représentatif au fil du temps. Il s'agit également de la cible visée par la Banque du Canada pour sa politique monétaire.

La désinflation est une réduction du taux d'accroissement des prix, alors que la déflation représente une baisse soutenue des prix, qui se traduit par un taux de variation annuel négatif de l'IPC année après année.

Ceux qui parmi vous sont suffisamment « distingués » pour se rappeler l'inflation des années 1970 et 1980 se demandent peut-être pourquoi un niveau d'inflation trop faible ou même une baisse du niveau général des prix devrait inquiéter qui que ce soit – surtout un banquier central. La réponse est que nous n'avons pas à nous en faire si ces périodes sont de courte durée. De fait, et j'en discuterai dans un moment, la Banque s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'IPC global soit négative aux deuxième et troisième trimestres de cette année avant de revenir à la cible de 2 % d'ici 2011.

Si les mouvements temporaires des prix sont généralement inoffensifs à long terme, il n'en va pas de même d'une diminution soutenue des prix qui, elle, présente de grands risques. Si rien n'est fait pour la maîtriser, la déflation peut peser sur l'activité économique de deux façons principalement. D'abord, comme la déflation alourdit le fardeau réel de la dette, il est plus difficile pour les ménages endettés de consommer et pour les entreprises endettées d'investir. Ensuite, si les attentes déflationnistes s'enracinent, les achats et les investissements seront peut-être reportés à plus tard, dans la perspective d'une réduction des prix. Après tout, si les prix baissent, pourquoi acheter une nouvelle auto ou un nouveau réfrigérateur – ou investir dans les technologies ou l'équipement – alors qu'ils pourraient coûter moins cher dans six ou neuf mois?

Une déflation de faible intensité s'est installée au Japon dans les années 1990. Elle a été associée à une série d'occasions manquées sur le plan économique, communément appelée la « décennie perdue ». À l'heure actuelle, aux États-Unis, l'économie est plongée dans une grave récession et, comme l'IPC global est tombé récemment sous zéro, on craint de plus en plus qu'une déflation puisse se produire dans ce pays. Bien consciente des risques, la Réserve fédérale, faisant preuve de clairvoyance, a pris les devants en réduisant ses taux d'intérêt à pratiquement zéro et en s'engageant à recourir à « tous les outils à sa disposition » pour maintenir la stabilité des prix.

Dans ce contexte, certains se demandent si une déflation durable pourrait s'installer ici au Canada. En réalité, cette éventualité est improbable, et ce, pour trois raisons.

Premièrement, notre économie est résiliente. En effet, l'économie canadienne dispose de nombreux avantages : des marchés du travail, des biens et de capitaux qui sont flexibles et ouverts, l'un des systèmes bancaires les plus solides au monde, ainsi que des ménages, des entreprises et un secteur public disposant d'une marge de manœuvre considérable sur le plan financier. Certes, la crise mondiale actuelle mettra notre économie à l'épreuve, mais celle-ci est bien placée pour y faire face.

Deuxièmement, grâce à un taux de change flottant, nous pouvons mener une politique monétaire indépendante. Autrement dit, nous sommes maîtres de notre destin monétaire.

Troisièmement, nous avons mis grandement à profit notre indépendance monétaire. Ayant fait œuvre de pionnier en matière de cibles d'inflation, le Canada possède une expérience appréciable du cadre de conduite de la politique monétaire le plus clair et le plus puissant qui soit. Les avantages de ce cadre ont été démontrés, puisque l'inflation a été abaissée et maintenue à un niveau bas et stable depuis le début des années 1990, et ils sont tout aussi pertinents en période de tensions désinflationnistes. Pour illustrer ce point et avant de passer aux perspectives en matière de croissance et d'inflation, je dirai quelques mots sur le cadre de mise en œuvre de la politique monétaire de la Banque.

La poursuite de cibles d'inflation

Dans sa plus simple expression, la politique monétaire a trait à la quantité et à la valeur de la monnaie en circulation dans l'économie. La seule contribution, et la plus directe, que la politique monétaire puisse apporter à la bonne tenue de l'économie consiste à donner aux Canadiens et aux Canadiennes l'assurance que leur monnaie conservera son pouvoir d'achat. Cela signifie qu'elle a pour objet de garder l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible. Les autorités monétaires ont appris au fil des décennies qu'elles ont tout intérêt à être précises à propos de cet objectif.

L'élément central du cadre de conduite de la politique monétaire de la Banque est, par conséquent, sa cible de maîtrise de l'inflation, qui est établie de concert avec le gouvernement fédéral depuis 1991. La cible consiste à maintenir le taux d'inflation annuel, mesuré par l'IPC, aux alentours de 2 %, soit au point médian d'une fourchette allant de 1 à 3 %.

L'entente conclue avec le gouvernement fixe un objectif clair – la cible d'inflation – et la Banque doit rendre des comptes à la population canadienne en communiquant de manière franche et transparente la mesure dans laquelle elle réussit à atteindre cet objectif. Si le taux d'inflation s'écarte de la cible, la Banque en expliquera les raisons, indiquera les mesures qu'elle prendra pour le ramener à la cible et précisera la durée prévue du processus. La *Mise à jour du Rapport sur la politique monétaire*, dont la plus récente livraison a été publiée jeudi dernier, est un exemple de cette communication.

Le Canada a été extrêmement bien servi par son régime de cibles d'inflation, qui a été imité par de nombreux pays. Depuis l'adoption des cibles, le taux d'inflation mesuré par l'IPC global a avoisiné 2 % en moyenne. Les résultats exemplaires obtenus par la Banque au chapitre de la maîtrise de l'inflation nous ont évité les effets destructeurs d'une inflation élevée observés dans les décennies antérieures. Ces effets ont touché particulièrement les Canadiens les plus pauvres et ont fait régresser notre niveau de vie et augmenter notre chômage. Comme cela a été le cas dans d'autres pays qui se sont dotés d'un régime de cibles d'inflation, le taux d'inflation et les taux d'intérêt ont généralement été plus bas et moins volatils.

Il importe de souligner que la Banque suit une approche symétrique pour ce qui est de la maîtrise de l'inflation. Cela veut dire que nous sommes tout aussi préoccupés lorsque l'inflation tombe au-dessous de la cible que lorsqu'elle la dépasse. Tout comme les régimes de cibles d'inflation se sont avérés capables de prévenir l'enracinement d'une inflation élevée et volatile, ils ont aussi le pouvoir d'empêcher le déclenchement d'une déflation persistante.

Les attentes et la cible de 2 %

Lorsqu'un choc menace de faire passer l'inflation au-dessus ou au-dessous de la cible, la Banque du Canada prend des mesures visant à la ramener à la cible de 2 %. Cette certitude que la Banque interviendra contribue à maintenir les attentes d'inflation près de la cible. C'est ce que les économistes appellent « ancrer les attentes d'inflation » et ce procédé comporte de nombreux avantages : il aide à atténuer les variations des taux d'intérêt, à abaisser le coût des emprunts pour les Canadiens, à rendre le coût du capital plus stable et plus concurrentiel pour nos entreprises et, au bout du compte, à favoriser une croissance plus durable de la production et de l'emploi.

Ce qui compte le plus pour les décisions économiques, c'est le taux d'intérêt réel, soit le taux nominal moins le taux d'inflation attendu à l'horizon considéré. Point important, sous réserve que les attentes d'inflation à moyen terme restent ancrées aux alentours de la cible de 2 %, la Banque peut maintenir les taux d'intérêt réels à un niveau bas même en cas de repli temporaire des prix.

L'une des réalités de la politique monétaire est que ses effets prennent du temps à se manifester. C'est pourquoi elle doit être prospective. Pour cela, nous utilisons un bon nombre d'indicateurs qui nous renseignent sur la gravité et la durée possibles des tensions inflationnistes (ou désinflationnistes).

Même si nous visons un taux d'inflation bas, stable et prévisible, nous devons toujours composer avec de fortes variations de l'IPC global. Celles-ci sont généralement provoquées par des changements des prix volatils d'un nombre restreint de biens et services. Au Canada, par exemple, pas moins de 90 % des mouvements mensuels au sein de l'IPC tiennent aux variations de prix de seulement 8 des 54 principales catégories de biens et services comprises dans l'indice. Qui plus est, il arrive souvent que ces variations de prix s'inversent rapidement et elles peuvent ajouter beaucoup de « bruit » à l'IPC global. Il peut être ainsi difficile de discerner les mouvements réels dans l'évolution tendancielle de l'inflation.

C'est pourquoi la Banque a recours à l'inflation mesurée par l'indice de référence, l'inflation fondamentale, pour la guider dans la conduite de la politique monétaire. En mettant l'accent sur les composantes plus stables de l'IPC, la Banque peut se faire une idée plus précise de l'inflation tendancielle. Cet aspect est important, car la transmission de la politique monétaire se caractérise par des délais longs et variables, et toute tentative pour contrôler des mouvements à court terme de l'inflation se révélera sans doute contre-productive en déstabilisant l'inflation et l'activité économique réelle.

Notre expérience au Canada montre que l'inflation fondamentale est un meilleur outil pour discerner les tendances de l'inflation que ne l'est l'inflation globale. De fait, lorsqu'il y a divergence entre les deux, c'est généralement l'inflation mesurée par l'IPC global qui converge vers l'inflation fondamentale, et non le contraire. Lorsque le taux d'accroissement de l'IPC global passe temporairement au-dessus ou au-dessous de 2 %, les ménages et les entreprises savent qu'il reviendra probablement au taux cible dans un laps de temps relativement court.

La situation actuelle nous en fournit un exemple éloquent. Lorsqu'un choc soudain et persistant survient, comme celui que nous avons connu ces derniers mois et qui a pris naissance à l'extérieur de nos frontières, son incidence immédiate peut s'exercer avant que les mesures de politique monétaire fassent sentir pleinement leurs effets. Mais ces mesures se répercuteront sur la production économique et ramèneront l'inflation à la cible.

Les perspectives actuelles

Avec ces circonstances à l'esprit, permettez-moi maintenant de traiter de la situation économique actuelle et de ses implications pour l'inflation.

Les perspectives de l'économie mondiale se sont considérablement détériorées ces derniers mois. La crise financière s'est intensifiée l'automne dernier et s'est répercutée sur une économie mondiale déjà faible. Cette dynamique a soumis à son tour le système financier du globe à des tensions supplémentaires, accru l'incertitude et ébranlé fortement la confiance des entreprises.

Les grandes économies avancées, dont le Canada, sont maintenant en récession et les pays à marché émergent sont de plus en plus touchés. Par suite de la diminution soudaine de la demande mondiale, les cours de l'énergie se sont encore repliés et les pressions inflationnistes à l'échelle de la planète se sont rapidement atténuées.

La stabilisation du système financier mondial est une condition préalable à la reprise économique. Aussi, les gouvernements et les banques centrales interviennent-ils de façon énergique et concertée afin de favoriser cette stabilisation. Des signes indiquent que ces mesures exceptionnelles commencent à porter leurs fruits, même si d'autres seront nécessaires et qu'il faudra du temps avant que les conditions financières ne reviennent à la normale. En outre, d'importantes mesures de relance monétaire et budgétaire sont mises en place partout dans le monde.

Sous l'effet de ces facteurs internationaux, la croissance économique au Canada devrait fléchir jusqu'au milieu de 2009. Les exportations canadiennes reculent déjà fortement en raison de la contraction de la demande extérieure, surtout en provenance des États-Unis. Au pays, la demande se tasse également en réaction à la diminution de l'avoir net des ménages. Cette situation est due au repli des cours des produits de base et à la brusque chute de la confiance des consommateurs et des entreprises.

Cela dit, comme les mesures prises par les pouvoirs publics devraient commencer à produire les effets souhaités et à la faveur de la dépréciation passée de notre dollar, l'économie canadienne devrait amorcer une reprise en 2009 et croître à un rythme supérieur à son potentiel en 2010. On prévoit que le PIB réel régressera, en moyenne annuelle, de 1,2 % en 2009 et qu'il rebondira de 3,8 % en 2010.

Quelles seront les implications pour l'inflation? On devrait s'attendre à une divergence temporaire entre l'inflation mesurée par l'IPC global et l'inflation mesurée par l'indice de référence au cours des prochains trimestres. Compte tenu des baisses marquées des prix de l'énergie en glissement annuel (et en autant que ces prix suivent l'évolution récente des cours observée sur le marché des contrats à terme sur le pétrole), l'inflation mesurée par l'IPC global devrait diminuer assez abruptement, au point d'être négative aux deuxième et troisième trimestres de 2009.

Je tiens à souligner que cette brève période prévue de recul des prix n'annonce pas le début de la déflation, et ce, pour quatre raisons. Premièrement, la plupart des prix ne baisseront pas dans les faits. À l'heure actuelle, le taux d'accroissement des prix de plus de la moitié des produits du panier de l'IPC dépasse la cible de 2 %.

Deuxièmement, si l'inflation mesurée par l'indice de référence au Canada doit fléchir tout au long de 2009, on s'attend à ce qu'elle touche un creux de 1,1 % au quatrième trimestre, ce qui est encore dans la fourchette cible de l'inflation mesurée par l'IPC global.

Troisièmement, si l'on se fie à l'expérience passée dont j'ai parlé plus tôt et vu l'orientation expansionniste de la politique monétaire, on prévoit que l'inflation mesurée par l'IPC global commencera à converger vers l'inflation mesurée par l'indice de référence à compter de la fin de 2009 et qu'elle atteindra la cible de 2 % d'ici le milieu de 2011.

Quatrièmement, nous devrions constater de nouveau l'avantage que présentent des attentes d'inflation fermement ancrées pour aider l'inflation observée à retourner à la cible. Même si les attentes d'inflation à court terme ont été volatiles récemment en raison des fluctuations prononcées des cours de l'énergie, à plus long terme, elles demeurent fermement ancrées à 2 %. De fait, dans ses prévisions, Consensus Economics estime que le taux d'accroissement de l'inflation mesurée par l'IPC global pour 2009 sera de 0,7 % en janvier, mais qu'il remontera à 1,9 % en 2010. À plus long terme, Consensus juge que les attentes d'inflation restent à 2 %.

Ce profil d'évolution des attentes d'inflation à court et à moyen terme est très semblable à celui que nous avons observé lorsque les cours des produits de base ont fait un bond le printemps dernier. À ce moment-là, les attentes à court terme avaient fortement augmenté alors que les attentes à moyen terme étaient restées arrimées à 2 %. Ces attentes se sont avérées fondées, puisque l'inflation mesurée par l'IPC global est retombée au niveau où s'établissait l'inflation mesurée par l'indice de référence.

L'efficacité sans faille de la politique monétaire

La projection d'une reprise économique avancée par la Banque tient compte, notamment, de l'assouplissement monétaire qu'elle a déjà opéré en réduisant son taux directeur de 350 points de base depuis décembre 2007. S'appuyant sur son cadre prospectif de mise en œuvre de la politique monétaire, la Banque a commencé à abaisser les taux d'intérêt plus tôt et de façon plus prononcée que la plupart des autres banques centrales. Ces mesures, qui font habituellement sentir leurs effets avec un décalage, auront une incidence puissante sur l'activité économique et l'inflation.

Néanmoins, certaines personnes se demandent si les interventions de la Banque peuvent encore avoir un effet compte tenu du niveau déjà très faible des taux et des conditions du crédit tendues dans le monde.

Nous savons d'expérience que le processus de maîtrise de l'inflation évolue d'une manière beaucoup plus prévisible lorsque les marchés financiers fonctionnent bien et qu'ils s'appuient sur un système financier solide et stable. Le système canadien a été soumis à des tensions depuis le début de la tourmente à l'échelle mondiale, mais il importe de mettre ces tensions en perspective.

Il convient de répéter que le système bancaire canadien n'est pas confronté aux mêmes défis que ceux des autres grandes économies. Nos banques ont été exposées modérément aux prêts hypothécaires à risque américains et aux autres produits structurés complexes. Mais surtout, elles sont mieux capitalisées que leurs homologues étrangères et ont un levier d'endettement nettement inférieur au leur. Contrairement à un grand nombre de banques internationales qui subissent d'immenses pressions pour équilibrer leur ratio actifs / fonds propres, elles ont en fait augmenté leurs capitaux privés afin d'accroître leur chiffre d'affaires. Au cours de la dernière année, elles ont mobilisé plus de 15 milliards de dollars de fonds propres de première catégorie sur les marchés de capitaux privés.

Résultat : les banques canadiennes continuent de prêter. Cela est important, car les banques occupent une place beaucoup plus importante dans notre système financier que ce n'est le cas dans bien d'autres pays et, grâce à leur vigueur relative, le crédit total continue de s'accroître au Canada. Cela étant dit, nous nous attendons à un ralentissement de cette croissance du crédit au cours des mois à venir en raison du tassement de la demande en période de récession.

Je tiens à souligner que les diminutions de notre taux du financement à un jour ont été largement répercutées sur les taux pour les échéances rapprochées. Depuis le début du cycle d'assouplissement en décembre 2007, nous avons abaissé le taux du financement à un jour de 350 points de base. Le taux préférentiel a été réduit de 325 points de base,

ceux des acceptations bancaires (importants instruments financiers à court terme destinés aux sociétés), d'environ 380 points, et les taux hypothécaires variables, de quelque 185 points.

En ce qui a trait aux échéances plus éloignées, les baisses ont été plus modestes, ce qui reflète en partie un profil d'évolution typique, puisque les taux à long terme ont tendance à être moins volatils que les taux à court terme au cours du cycle économique. Par exemple, les taux hypothécaires fixes à cinq ans ont reculé de seulement un peu plus de 1,5 point de pourcentage. Les rendements des obligations des sociétés sont restés pratiquement inchangés, car la hausse considérable des primes de risque imposées par les investisseurs a contrebalancé la diminution des rendements des obligations d'État. L'élargissement des écarts pour des échéances plus longues est plus important que d'habitude, mais il faut dire qu'au départ ces écarts étaient inhabituellement étroits.

La Banque a tenu compte des primes de risque plus élevées qui sont exigées sur les marchés de nos jours au moment de l'établissement du taux du financement à un jour. Elle a aussi pris en considération l'effet sur le taux d'inflation futur au Canada du recul de la demande étrangère, attribuable en partie aux difficultés financières rencontrées par d'autres pays. N'eussent été ces difficultés, le taux directeur serait plus élevé.

Enfin, il importe de ne pas perdre de vue le rôle du taux de change dans la conduite de la politique monétaire. La dépréciation passée substantielle du dollar canadien a fortement compensé le tassement de la demande mondiale et la chute des cours des produits de base.

Conclusion

En conclusion, j'aimerais dire que la cible d'inflation qui a si bien servi le Canada lorsque l'inflation était supérieure à la fourchette de maîtrise de l'inflation allant de 1 à 3 % le servira encore quand l'inflation glissera temporairement sous celle-ci. Je voudrais dissiper tout doute et toute incertitude à propos de l'engagement de la Banque. Notre priorité est claire, nos actions, conformes à celle-ci, et notre objectif, explicite : nous visons une inflation mesurée par l'IPC global se situant à 2 %.

Guidée par le régime de cibles d'inflation adopté par le Canada, la Banque continuera de suivre de près la situation économique et financière afin de déterminer dans quelle mesure une nouvelle détente monétaire sera nécessaire pour atteindre la cible d'inflation de 2 % à moyen terme. La Banque dispose toujours d'une souplesse considérable en matière de politique monétaire, qu'elle mettra à profit si le besoin s'en fait sentir.

Si la crise financière actuelle présente des défis tant pour les décideurs que pour les citoyens, le Canada fait face à ces défis dans une position de force. Tôt ou tard, la crise financière mondiale prendra fin et l'économie du globe se redressera, mais un degré élevé d'incertitude entoure la vitesse à laquelle cela se produira.

Alors que nous traversons cette période difficile, vous pouvez être assurés que la Banque du Canada poursuit sans relâche son objectif de maintenir l'inflation à un niveau bas,

stable et prévisible, ce qui constitue la contribution la plus importante qu'elle puisse apporter à la prospérité économique et financière du pays.