

---

Allocution prononcée par Bernard Bonin  
Premier sous-gouverneur de la Banque du Canada  
devant l'Association canadienne  
des planificateurs financiers  
Québec, Québec  
le 11 juin 1998

---

**Les perspectives d'évolution de l'économie  
et de la politique monétaire au Canada**

À la mi-mai, nous avons publié notre rapport semi-annuel sur la politique monétaire. Ce rapport renfermait des données s'arrêtant au 24 avril. C'est donc dire que nous disposons maintenant de données nouvelles pour les deux derniers mois. De plus, nous faisons état dans notre rapport d'une incertitude bien plus grande qu'à l'ordinaire entourant les perspectives d'évolution de l'économie canadienne. Bien que les semaines récentes n'aient pas dissipé cette incertitude, elles nous ont apporté plus d'information sur l'importance des chocs qui ont frappé l'économie canadienne au cours des six à neuf derniers mois. Dans mon propos d'aujourd'hui, je veux donc faire le point avec vous, à la lumière de ces données récentes, sur les perspectives économiques canadiennes et leurs conséquences du point de vue de la formulation et de la mise en oeuvre de la politique monétaire.

En contrepartie de l'autonomie de la banque centrale en matière de politique monétaire on retrouve l'obligation de rendre compte. Le *Rapport sur la politique monétaire*, publié deux fois l'an, est un de ces véhicules qui permettent de rendre compte de nos actions. Il contient les jugements que porte la Banque du Canada sur la conjoncture au Canada, mais aussi dans le reste du monde, et permet à des analystes des secteurs privé et public, comme vous, de comparer leurs opinions à celles de la banque centrale. On ne doit surtout pas minimiser l'importance de cet échange de vues.

\* \* \* \* \*

Permettez-moi de vous rappeler quel est l'objectif de la politique monétaire au Canada. Cet objectif est de créer un climat propice à une croissance soutenue de l'activité économique et de la création d'emplois et à l'amélioration du niveau de vie des Canadiens. Comment la politique monétaire peut-elle réaliser ce but? En contribuant à instaurer et à maintenir un climat de faible inflation. La maîtrise de l'inflation n'est donc pas une fin en soi, mais le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie. Dans un climat de faible inflation, l'économie fonctionne plus efficacement. Le maintien de l'inflation à un bas niveau favorise la prise de décisions économiques judicieuses par les entreprises et les particuliers et aide à atténuer les variations cycliques des revenus et de l'emploi. Voilà pourquoi le gouvernement et la Banque du Canada ont réaffirmé conjointement, en février dernier, que c'est en restant axée sur la maîtrise de l'inflation que la politique monétaire peut le mieux contribuer à la bonne tenue de l'économie. La période d'application de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation, qui va de 1 à 3 %, a été prolongée jusqu'à la fin de 2001.

Depuis l'adoption des cibles en 1991, le Canada a fait des progrès considérables en matière de lutte contre l'inflation. Celle-ci a reculé et se maintient à un bas niveau. Les entreprises fondent maintenant leurs décisions économiques sur la persistance d'une inflation faible. Elles s'efforcent de maîtriser leurs coûts et d'accroître la productivité, ce qui est essentiel à l'amélioration du niveau de vie. Compte tenu du bas niveau de l'inflation et des progrès réalisés au chapitre de l'assainissement des finances publiques, les taux d'intérêt sont peu élevés. En effet, les taux à moyen et à long terme touchent ou avoisinent maintenant leurs plus bas niveaux depuis des décennies, ce qui contribue à réduire le coût du capital.

\* \* \* \* \*

J'aimerais maintenant jeter un coup d'oeil sur l'évolution récente de l'économie canadienne. Dans l'ensemble, nous avons connu une très bonne année en 1997. L'activité économique s'est accrue à un taux de 4,1 % du quatrième trimestre de 1996 au quatrième trimestre de 1997. Et les facteurs fondamentaux positifs de l'économie canadienne ont commencé à faire sentir leur effet sur le marché du travail. La vigueur de l'activité économique a entraîné une hausse marquée de l'emploi. Sur l'ensemble de l'année, plus de 380 000 nouveaux emplois ont été créés - il s'agit surtout d'emplois à plein temps dans le secteur privé -, ce qui a compensé largement la perte de

13 000 emplois dans le secteur public. Cette forte progression s'est poursuivie au cours des cinq premiers mois de 1998; au total, environ 165 000 emplois ont été créés durant cette période. En mai 1998, le taux de chômage s'établissait à 8,4 %, son plus bas niveau depuis 1990.

Le rythme de croissance de l'activité économique s'est ralenti au quatrième trimestre de 1997 pour s'établir à 2,8 %, contre 4,4 % en moyenne au cours des trois premiers trimestres. Les données des comptes nationaux publiées récemment indiquent que le taux de croissance s'est établi aux alentours de 3,7 % au premier trimestre de 1998. Le nombre inhabituel de facteurs imprévus ayant influé sur l'économie canadienne a constitué l'un des faits saillants des six à neuf derniers mois. La grève des enseignants ontariens et celle des postiers ont eu pour effet de ralentir le taux de croissance d'environ un point de pourcentage au quatrième trimestre de 1997. La tempête de verglas qui s'est abattue en janvier, sur l'est de l'Ontario, sur le Québec et sur les Maritimes, a également eu des conséquences négatives au premier trimestre de 1998; toutefois, les travaux de reconstruction qui auront lieu plus tard cette année ainsi qu'en 1999 devraient stimuler l'activité. Enfin, les retombées de la crise asiatique et la baisse des cours des produits de base devraient également avoir un effet modérateur sur la croissance, en particulier en Colombie-Britannique. Heureusement, les répercussions de ces chocs négatifs ont été contrebalancées en grande partie par le repli des taux d'intérêt à moyen et à long terme, par la robustesse exceptionnelle de l'économie américaine et par une tenue plus vigoureuse que prévu de l'économie dans les pays d'Europe continentale. Tous ces chocs ont engendré une incertitude plus grande que d'habitude et ont gêné la conduite de la politique monétaire.

Le repli des taux d'intérêt a favorisé un accroissement des dépenses d'investissement des entreprises en machines et en matériel ainsi que des dépenses de consommation des ménages en biens durables. La demande intérieure finale a donc été un moteur important de la croissance en 1997 et au début de 1998, l'investissement à lui seul enregistrant une hausse considérable. Le bas niveau des taux d'intérêt et les gains marqués qui ont continué d'être faits au chapitre de l'emploi ont alimenté la confiance des ménages, ce qui s'est traduit par un essor des dépenses de consommation.

Qu'en est-il du secteur extérieur? À la faveur du dynamisme de l'économie américaine, le volume des exportations connaît une vive progression. Les exportations de produits de

base non énergétiques se sont aussi nettement accrues malgré un glissement des prix. Toutefois, les exportations vers le Japon et d'autres pays asiatiques, qui représentent environ 8 % du total des exportations de marchandises canadiennes vers l'étranger, ont diminué au deuxième semestre de 1997 et au début de 1998. Dans l'ensemble, les exportations ont augmenté sensiblement au cours de cette période, mais les importations ont elles aussi beaucoup progressé, de sorte que le solde de la balance courante s'est creusé en 1997. Une forte poussée de la demande intérieure de produits à teneur élevée en importations, notamment les machines et le matériel ainsi que d'autres biens de consommation durables, compte parmi les facteurs qui ont provoqué l'aggravation de ce déficit. Au premier trimestre de 1998, le déficit de la balance courante s'est grandement amenuisé pour se situer en deçà de 2 % du PIB.

Avant de passer aux perspectives économiques, j'aimerais dire quelques mots sur les facteurs qui influent sur l'inflation. Les salaires ont encore une fois augmenté à un rythme modéré. La productivité s'étant améliorée, les coûts sont restés maîtrisés. La hausse des prix se maintient sous les 2 % depuis maintenant six ans. Vers la fin de 1997, le taux de croissance de l'IPC global et de l'indice de référence (soit l'IPC dépouillé des composantes volatiles que sont l'alimentation et l'énergie et de l'incidence des impôts indirects) est même tombé en deçà de la fourchette cible de 1 à 3 %, sous l'effet de facteurs temporaires. Plus récemment, le taux d'inflation mesuré par l'indice de référence s'est maintenu à la limite inférieure de la fourchette ou légèrement au-dessus de celle-ci.

\* \* \* \* \*

Je voudrais maintenant aborder les perspectives économiques du Canada pour 1998 et 1999. Il est utile pour ce faire d'examiner la situation à l'étranger et l'incidence que celles-ci pourraient avoir sur notre économie. Aux États-Unis, l'activité économique a été encore plus dynamique que prévu au premier trimestre de 1998. La croissance dans ce pays devrait se ralentir quelque peu cette année pour adopter un rythme plus soutenable sous l'effet d'une certaine perte attendue de compétitivité et de la faiblesse de la demande en Asie, ce dont témoignaient les chiffres récents du commerce extérieur. Je tiens toutefois à préciser que ce ralentissement est prévu depuis un certain temps, l'économie américaine exerçant des pressions sur sa capacité maximale de production. L'économie américaine continue cependant de nous étonner par sa vigueur. Et pour un pays censé connaître une demande excédentaire, les États-Unis ont

obtenu de très bons résultats sur le front de l'inflation. En ce qui concerne l'Europe, les perspectives économiques pour 1998 sont également un peu plus encourageantes qu'il y a deux mois.

Que dire de l'Asie? Il s'agit encore de la principale source de préoccupation sur la scène économique mondiale. La situation financière des pays qui ont vécu des difficultés au dernier semestre de 1997 et au début de 1998 semble s'être améliorée quelque peu, mais ces pays doivent encore effectuer d'importants ajustements économiques; du reste, comme nous le savons tous, l'Indonésie traverse une crise politique majeure. Au Japon, la situation est plutôt incertaine en dépit de vigoureuses mesures prises par l'État. L'économie japonaise ne s'est pas vraiment relevée au second semestre de 1997 de la forte contraction qu'elle avait connue au deuxième trimestre. En raison des séquelles de la crise asiatique, de la fragilité du secteur financier et du peu de confiance affiché par les entreprises et par les consommateurs, on entrevoit peu d'amélioration cette année.

Les perspectives demeurent encourageantes pour l'économie canadienne en dépit des répercussions de la crise asiatique et de la baisse des prix des produits de base. Nous prévoyons toujours que le rythme de l'expansion économique se maintiendra à 3,5 % jusqu'au milieu de l'année prochaine. Il s'agit là d'un rythme vigoureux certes, mais un peu moins rapide que nous l'avions prévu à l'automne 1997. De telles perspectives signifient que l'économie atteindra au cours de 1999 la pleine utilisation des capacités de production. Ce jugement se fonde sur la force attendue de la demande intérieure finale et table sur un redressement modeste des prix des produits de base dont le Canada est un important exportateur. En dépit d'une légère accélération imputable à une dépréciation passée du dollar canadien, l'inflation devrait se maintenir au-dessous de 2 %, soit nettement à l'intérieur des limites de la fourchette cible.

\* \* \* \* \*

Quelles sont les conséquences de ces perspectives d'évolution de l'économie pour la mise en oeuvre de la politique monétaire au Canada? Dans le *Rapport sur la politique monétaire* que nous avons fait paraître en mai, nous avons reconnu que l'incertitude entourant les perspectives était bien plus grande qu'à l'ordinaire. Cependant, les risques à cet égard semblent s'équilibrer. Les risques d'un ralentissement de l'activité tiennent principalement à la situation en Asie et à l'évolution

des prix des produits de base. En revanche, certains facteurs - notamment le dynamisme continu de l'économie américaine et la croissance de la masse monétaire au sens étroit au Canada - donnent à penser que l'économie canadienne pourrait être fondamentalement plus vigoureuse que prévu.

En tenant compte de tous ces facteurs, la Banque est d'avis (il s'agit d'une opinion et non d'un engagement) que le maintien, jusqu'à la publication de la livraison de novembre du *Rapport*, des conditions monétaires à l'intérieur de la fourchette où elles se sont récemment situées serait approprié dans l'ensemble si aucun nouveau choc ne se produit. Elle croit également que le niveau auquel elles se trouvent est compatible avec la vigueur attendue de la demande globale, l'absorption continue des ressources inutilisées et un taux d'inflation se situant à l'intérieur de la fourchette cible. Étant donné le degré d'incertitude susceptible de persister au cours de la période, les conditions monétaires - c'est-à-dire l'effet qu'exercent les variations des taux d'intérêt à court terme et du taux de change sur l'économie et l'inflation - pourraient continuer d'afficher des fluctuations relativement importantes. Par la suite, si l'activité économique demeure fondamentalement aussi forte qu'on le prévoit maintenant, des conditions monétaires moins expansionnistes s'imposeront à mesure que l'économie se rapprochera des limites de sa capacité et réalisera son plein potentiel.

Au cours des deux derniers mois, rien ne s'est produit qui soit de nature à nous inciter à modifier l'évaluation que nous avons faite de la situation. La croissance semble s'être légèrement accélérée tant aux États-Unis qu'en Europe continentale, alors qu'il subsiste encore beaucoup d'incertitude au Japon et que les prix des produits de base restent faibles. Au Canada, les perspectives en matière d'inflation - la maîtrise de l'inflation constitue l'objectif de la politique monétaire - n'ont pas changé non plus. Dans l'ensemble, même si certains signes donnent à penser que l'économie canadienne serait plus vigoureuse que prévu, les perspectives d'évolution semblent sensiblement conformes aux projections figurant dans le *Rapport sur la politique monétaire*.

## Conclusion

En résumé, si l'on garde à l'esprit que l'objectif de la politique monétaire au Canada, tel que réaffirmé récemment, est de maintenir le taux annuel d'inflation à l'intérieur d'une fourchette cible de 1 à 3 %, les perspectives économiques que nous entrevoyons présentement sont compatibles avec l'atteinte de cet objectif. L'année 1997 aura été exceptionnellement bonne, en dépit d'un certain nombre de chocs, d'origine tant interne qu'externe, qui ont frappé l'économie canadienne. Le rythme de l'expansion économique s'annonce comme devant être très bon en 1998 et la première moitié de 1999, bien qu'un peu moins rapide qu'en 1997. Il devrait néanmoins permettre que se continue l'absorption de ressources inutilisées dans l'économie et faire en sorte que celle-ci se rapproche de sa capacité maximale de production.

À l'exception de l'Asie où l'incertitude continue de régner, les conditions internationales sont favorables au Canada : bonne croissance économique; faible inflation; taux d'intérêt bas. La longueur dont sont frappées les principales économies asiatiques n'est pas étrangère à la faiblesse des prix des produits de base dont le Canada reste grand exportateur.

Même si à la lumière des données les plus récentes, les perspectives économiques qui s'offrent au Canada sont un peu plus favorables que celles que l'on entrevoyait il y a quelques mois, il reste que ces perspectives s'accompagnent d'une marge d'incertitude plus grande que d'habitude. En conséquence, plus que jamais le jugement que l'on porte sur la conjoncture économique et financière doit constamment être révisé. Toutefois, si aucun nouveau choc ne se produit, nous continuons de croire que le maintien, d'ici la publication du prochain *Rapport sur la politique monétaire* en novembre, des conditions monétaires à l'intérieur de la fourchette où elles se sont récemment situées serait approprié dans l'ensemble et cadrerait avec la vigueur attendue de la demande globale, l'absorption continue des ressources inutilisées et un taux d'inflation se situant à l'intérieur de la fourchette cible.

En terminant, je tiens à souligner l'importance qu'il y a à veiller à ce que notre économie atteigne sa pleine capacité d'une façon graduelle et soutenable. Nous avons appris, au cours des 25 dernières années, que prendre des risques susceptibles de provoquer une surchauffe inflationniste signifie aussi courir le risque de plonger l'économie dans une grave récession, qui

s'ensuivrait inévitablement. C'est en maintenant l'économie sur la voie d'une croissance non inflationniste et durable que nous réaliserons les meilleurs gains au chapitre des revenus et de l'emploi que notre économie est capable de produire.