

---

**Allocution prononcée par David Dodge  
gouverneur de la Banque du Canada  
devant la Chambre de commerce du Canada  
Calgary, Alberta  
le 20 septembre 2004**

---

**La conduite de la politique monétaire canadienne  
dans une économie mondiale en constante évolution**

Bonjour. Je suis heureux d'être de retour à Calgary. À la Banque du Canada, nous apprécions les occasions qui nous sont offertes de rencontrer des gens d'affaires de tout le pays et d'entendre leur point de vue sur les perspectives économiques. Nous attachons beaucoup d'importance aux commentaires que nous livrent les chefs d'entreprise d'un océan à l'autre au cours de nos délibérations en matière de politique monétaire. Je sais que le personnel de notre bureau régional de Calgary travaille dur pour se tenir au fait des conditions économiques dans les Prairies, comme le font d'ailleurs les membres de nos autres bureaux pour leurs régions respectives.

Je suis heureux, également, d'avoir la chance de m'adresser aux membres de la chambre de commerce nationale. Je peux vous assurer que les rapports réguliers que j'entretiens avec le groupe de liaison d'Ottawa me sont fort précieux. La Banque compte sur la Chambre de commerce du Canada pour l'aider à comprendre comment la situation économique évolue au niveau sectoriel. Je tiens à remercier tout particulièrement la Chambre pour le soutien constant qu'elle nous accorde afin que la mise en circulation de trois nouvelles grosses coupures, cette année, se déroule sans accroc. Pour la deuxième année de suite, nous tenons un stand d'information à votre congrès annuel afin de faire connaître les nouveaux billets de banque. Vous pourrez vous renseigner sur les éléments de sécurité qui ont été intégrés aux grosses coupures. Nous distribuons également de la documentation à propos du nouveau billet de 20 dollars, que nous avons dévoilé le mois dernier et que nous mettrons en circulation à compter du mercredi 29 septembre.

Je serai de retour à Calgary le 13 octobre, à l'occasion du dévoilement du nouveau billet de 50 dollars qui sera mis en circulation à partir de la mi-novembre.

Au cours de la dernière année, de puissantes forces ont continué à façonner l'économie mondiale. L'Alberta, et d'ailleurs le Canada tout entier, a ressenti les effets de ces forces. Bien sûr, l'évolution de l'économie mondiale ne s'inscrit pas que dans le court terme. Certaines des forces à l'œuvre se développent depuis des années. De même, les événements actuels pourraient avoir des répercussions et nécessiter des ajustements pendant de nombreuses années. C'est pourquoi je voudrais aujourd'hui vous parler des prévisions économiques pour le Canada et des perspectives quant à la conduite de la politique monétaire dans une économie mondiale en constante évolution.

## **Le fonctionnement du cadre de conduite de la politique monétaire**

Pour commencer, j'aimerais passer brièvement en revue notre cadre de conduite de la politique monétaire. Nous savons par expérience que la meilleure contribution que la Banque du Canada puisse apporter à la bonne tenue de l'économie consiste à maintenir l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible. Nous pouvons ainsi instaurer les conditions qui permettent le mieux à notre économie de croître à un rythme solide et durable.

Notre but est de garder l'inflation — mesurée par le taux d'accroissement annuel de l'indice des prix à la consommation — à 2 %. Il importe de souligner que nous menons la politique monétaire de manière symétrique. Cela signifie que nous relevons les taux d'intérêt pour modérer la demande globale quand l'inflation menace de dépasser notre cible de 2 % au cours des 18 à 24 mois suivants. Inversement, nous abaissons les taux d'intérêt pour stimuler la demande lorsque la tendance de l'inflation est en voie de descendre sous la cible. Cette approche symétrique a donné lieu à un taux d'inflation moyen qui s'est tenu très près de 2 % depuis l'adoption de cibles de maîtrise de l'inflation, en 1991.

Il convient également de garder à l'esprit que les mesures de politique monétaire mettent du temps à faire sentir tous leurs effets. Les décalages sont variables, mais il faut généralement entre un an et demi et deux ans pour qu'une modification des taux d'intérêt se répercute pleinement sur l'économie et l'inflation. C'est pourquoi nous disons que nous devons conduire la politique monétaire de manière prospective, et c'est aussi pourquoi nous nous employons constamment à évaluer l'état de l'économie tel qu'il se présentera à un horizon de 18 à 24 mois. Plus précisément, nous essayons d'évaluer les divers facteurs qui influenceront sur l'offre et la demande, afin de nous aider à estimer la taille future de l'écart de production.

Mais qu'entend-on au juste par « écart de production »? Ce terme désigne la différence entre la production effective — ce que l'économie produit — et la production potentielle — la quantité maximale de biens et de services que l'économie peut produire sans faire augmenter l'inflation. Pour évoquer ce concept, on parle aussi parfois de la marge de capacités inutilisées par rapport aux limites de la capacité de production. Il s'agit d'une notion importante, car lorsqu'une économie tourne au-delà des limites de sa capacité — ou, dans le jargon des économistes, quand il y a une demande excédentaire et un écart de production positif —, des pressions inflationnistes peuvent apparaître. Mais lorsqu'une économie fonctionne en deçà des limites de sa capacité — autrement dit, quand il y a une offre excédentaire et un écart de production négatif —, des pressions à la baisse peuvent s'exercer sur l'inflation. Idéalement, on vise à ce que l'économie tourne près de son plein potentiel et que la demande et l'offre globales soient à peu près en équilibre. C'est en réalisant de telles conditions que l'on peut parvenir au meilleur résultat à long terme, soit une croissance solide et durable qui permet d'éviter les cycles de surchauffe et de contraction et s'accompagne d'une hausse de l'emploi et d'un bas taux d'inflation.

L'un des principaux problèmes est que nous ne pouvons mesurer directement la production potentielle. En outre, les données économiques qui servent à évaluer la production effective font souvent l'objet de révisions, parfois appréciables. La difficulté à laquelle on se bute alors consiste à estimer la taille de l'écart de production, et un haut degré d'incertitude entoure toujours notre estimation. Nous examinons donc un certain nombre d'autres variables économiques qui nous aident à nous former une opinion sur la taille de cet écart. Vous trouverez de plus amples détails sur ces variables dans notre site Web. Parmi elles, mentionnons les indicateurs de la capacité de production sur le marché des biens, les signes de tensions sur le marché du travail et les indices de pressions sur le marché de l'immobilier. Certains de ces indicateurs sont quantitatifs, d'autres sont qualitatifs et établis à partir des résultats des enquêtes que nos bureaux régionaux mènent auprès des entreprises. Un autre indicateur encore est le taux d'inflation lui-même. Si l'inflation mesurée par l'indice de référence — qui correspond à l'indice des prix à la consommation dépouillé de huit composantes très volatiles — se situe systematiquement au-dessus ou au-dessous du niveau que nous attendons, nous pouvons être amenés à réviser notre point de vue sur la taille courante de l'écart de production.

Plus tôt, j'ai expliqué que, lorsque l'économie tourne près des limites de sa capacité, la demande globale de biens et de services canadiens est à peu près en équilibre avec l'offre globale. La demande globale se compose de deux éléments : la demande intérieure et la demande étrangère. La demande étrangère est difficile à évaluer. Mais comme elle absorbe une grande part de la production totale au Canada, la Banque investit beaucoup de temps et d'efforts pour la mesurer.

Bien entendu, je ne vous apprendrai rien en vous disant que notre économie est fortement influencée par les événements qui se produisent à l'étranger. Le Canada dépend depuis toujours de son commerce extérieur. Depuis fort longtemps, c'est vers les États-Unis que se porte notre attention quand il s'agit d'évaluer l'état de l'économie mondiale. Mais aujourd'hui, un grand nombre des faits marquants de l'actualité économique internationale prennent naissance à l'extérieur de l'Amérique du Nord, notamment en Asie. Avant de vous parler de leurs implications à court terme, j'aimerais prendre quelques minutes pour discuter de la nature de ceux-ci et des conséquences qu'ils auront probablement au cours des quelque dix prochaines années.

### **Les implications à moyen terme de l'évolution de la conjoncture mondiale**

Tout comme le Japon et la Corée sont devenus des acteurs importants sur la scène internationale ces dernières décennies, la Chine est maintenant en passe d'accéder au rang de puissance économique. Et l'Inde n'est pas loin derrière. Quand on considère que ces deux pays représentent 40 % de la population de la planète, on comprend aisément pourquoi ils ont une si grande influence sur l'économie mondiale.

Pour l'avenir, il est clair que la Chine et l'Inde livreront une vive concurrence au reste du globe, non seulement dans les industries à forte intensité de main-d'œuvre, mais de plus en plus aussi dans celles qui sont caractérisées par un fort

coefficient de compétence. C'est un profil d'évolution qui s'est déjà vu dans le passé. Les entreprises bien établies dans beaucoup de ces industries subiront les pressions de la concurrence de la Chine et de l'Inde, jusqu'à ce que l'important bassin de main-d'œuvre excédentaire dans ces deux pays puisse être absorbé. Mais dans le même temps, ce processus créera des revenus et de la richesse en Chine et en Inde et, partant, leur donnera la capacité d'acheter davantage de biens et de services de l'étranger.

Ainsi, l'intégration de ces pays dans l'économie mondiale représente à la fois un défi sur le plan de la concurrence et une occasion exceptionnelle pour les pays industrialisés. N'oublions pas que ces marchés émergents sont, aussi, des marchés à exploiter. La Chine est déjà l'un des plus grands importateurs de la planète, et son importance à ce titre ne fera que croître au cours de la prochaine décennie. Cette source de demande en expansion peut fournir à l'économie mondiale en général et à l'économie canadienne en particulier une impulsion dont elles ont bien besoin. Certains producteurs canadiens de matières premières ont déjà commencé à répondre à la demande asiatique. De fait, Statistique Canada a annoncé récemment que la valeur des exportations canadiennes vers la Chine, au cours des sept premiers mois de 2004, affichait une hausse de 58 % par rapport à la même période l'an dernier.

Les entreprises canadiennes auront également l'occasion d'intégrer des composantes à bas coût dans leurs propres procédés de production, soit par des investissements directs, soit par le truchement de coentreprises. De plus en plus, cette option permettra aux firmes du pays de demeurer compétitives.

À moyen terme, il sera absolument capital que toutes les entreprises et les administrations publiques du Canada continuent de tirer parti de ces occasions à mesure qu'elles surgissent.

En même temps, les entreprises et administrations publiques du pays doivent être conscientes que les changements qui se produisent dans le monde exigeront des ajustements ici, au Canada. Dans certains secteurs d'activité, spécialement ceux à forte intensité de main-d'œuvre ou à faible valeur ajoutée, les entreprises canadiennes ne seront pas en bonne position pour rivaliser avec les producteurs de biens et services à faible coût des pays d'Asie. Il sera essentiel que nous nous adaptions, en déplaçant les ressources vers les secteurs en expansion, à plus haute valeur ajoutée, où les entreprises canadiennes peuvent exploiter les possibilités offertes par une économie mondiale en mutation. Ainsi, nous pourrions accroître notre productivité et hausser notre niveau de vie à moyen terme.

Évidemment, les changements qu'on observe en Asie ne sont pas les seuls facteurs auxquels le Canada devra réagir. Les mesures prises par les États-Unis pour réduire la taille de leurs déficits aux titres des finances publiques et de la balance courante exigeront aussi des ajustements de notre part. Mais la question des ajustements aux déséquilibres mondiaux déborde le cadre de mon propos aujourd'hui. Ce que je peux dire, toutefois, c'est que la Banque du Canada facilitera les ajustements requis, quels qu'ils soient, en maintenant l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible. Ce faisant, elle

aidera les entreprises et la population du Canada à mieux interpréter les signaux du marché et leur permettra de faire des projets en ayant confiance dans la valeur future de leur monnaie.

### **Les implications à court terme de l'évolution de la conjoncture mondiale**

Voilà pour le moyen terme, un horizon dont les gens d'affaires et les décideurs publics doivent toujours tenir compte. Mais, dans l'administration courante de vos entreprises comme dans la conduite de notre politique monétaire, à la Banque, c'est sur l'évolution à court terme que se porte d'abord notre attention. J'aimerais donc prendre quelques minutes pour vous exposer les perspectives à court terme de l'économie mondiale ainsi que les implications de celles-ci pour la demande étrangère de biens et de services canadiens.

Comme je l'ai dit tout à l'heure, l'émergence de la Chine et de l'Inde a une incidence considérable sur l'économie canadienne, en faisant augmenter la demande de bon nombre des matières premières que nous produisons. Cet accroissement de la demande a entraîné une hausse appréciable des prix de produits tels que le nickel, la potasse et l'acier, pour n'en nommer que quelques-uns, si bien que beaucoup de producteurs canadiens ont vu leurs profits grimper, même en tenant compte de la vive appréciation du dollar canadien qui a eu lieu en 2003.

Certes, la majoration de prix dont on a le plus parlé, ces derniers temps, a été celle du pétrole. L'expansion économique très rapide qu'a connue l'Asie a entraîné un accroissement inattendu de la demande de pétrole. Actuellement, cette demande imprévue exerce des pressions sur un marché où les capacités inutilisées étaient déjà faibles. Selon toute vraisemblance, la production de pétrole devrait s'accélérer à moyenne échéance et ainsi satisfaire la demande supplémentaire. Mais comme la mise en valeur de nouveaux gisements exige du temps, il est permis de penser que les cours du pétrole vont rester à court terme plus élevés que le niveau auquel ils devraient se situer à moyenne échéance.

Selon les meilleures projections que nous puissions faire actuellement, les économies d'Asie continueront d'enregistrer de forts taux de croissance au cours des deux prochaines années et la demande de produits de base poursuivra son expansion, quoique moins rapidement, peut-être, que ce ne fut le cas ces deux dernières années. Ce scénario s'appuie sur l'hypothèse, plausible, que les autorités chinoises réussiront à maintenir un rythme de croissance économique plus soutenable.

Si les facteurs à l'œuvre en Asie contribueront sans doute dans une très large mesure à soutenir la vigueur de l'économie mondiale, c'est encore la conjoncture américaine qui influencera le plus le volume des exportations canadiennes à court terme. Comme nous l'avons souligné dans la *Mise à jour* de juillet du *Rapport sur la politique monétaire*, les données récentes indiquent que la croissance de l'activité, chez nos voisins du sud, a ralenti par rapport au rythme effréné qu'elle affichait au second semestre de 2003 et au premier trimestre de 2004. La montée des prix du pétrole a apparemment freiné

jusqu'à un certain point les dépenses de consommation aux États-Unis, et les entreprises aussi bien que les consommateurs semblent un peu moins optimistes qu'ils ne l'étaient plus tôt cette année. Néanmoins, nous nous attendons toujours à ce que l'économie américaine progresse à un rythme avoisinant celui que nous anticipions en juillet, soit plus rapidement que la capacité de production. Cette forte expansion laisse présager que les exportations canadiennes pourront se maintenir à des niveaux élevés, même si elles ne continueront sans doute pas de croître aussi vite qu'au premier semestre de l'année.

Conformément au vif essor escompté des économies américaine et mondiale ainsi qu'aux attentes des marchés financiers, nous supposons encore que les taux d'intérêt directs vont augmenter dans le monde afin de modérer les pressions inflationnistes, à mesure que les économies s'approcheront des limites de leur capacité de production.

### **Les perspectives économiques du Canada**

J'aimerais maintenant vous parler de la situation au Canada, en faisant d'abord un survol du premier semestre de 2004.

Au début de l'année, nous avons dit ne pas nous attendre à ce que les exportations nettes — c'est-à-dire la différence entre nos exportations et nos importations — contribuent de façon notable à l'expansion de l'économie canadienne en 2004 ou 2005, en raison de l'appréciation marquée que notre monnaie a connue en 2003. Nous avons également affirmé que la croissance devrait provenir principalement de la demande intérieure pour que l'offre excédentaire qui existait au début de 2004 se résorbe et que l'écart de production soit comblé. Pour soutenir l'expansion de la demande intérieure, nous avons réduit notre taux directeur à trois reprises plus tôt cette année, le ramenant ainsi de 2 3/4 % à 2 %.

Cependant, les résultats économiques du Canada au premier semestre ont été quelque peu différents de ceux que nous prévoyions. Le volume des exportations — et, dans une moindre mesure, celui des importations — a crû beaucoup plus vite que nous ne l'avions anticipé. En conséquence, les exportations nettes ont fortement alimenté la croissance, et l'expansion de la demande globale au premier semestre a été plus vigoureuse que nous ne l'avions escompté au début de 2004. Aussi, au milieu de l'année, l'écart de production était-il plus faible que prévu. La Banque juge d'ailleurs que l'économie canadienne tourne maintenant près des limites de sa capacité.

Pour le reste de 2004 et l'an prochain, nous nous attendons à ce que les exportations progressent moins rapidement qu'elles ne l'ont fait au premier semestre. Mais de nombreuses incertitudes planent sur les perspectives de la demande étrangère et de la croissance au Canada. Ces incertitudes ont trait notamment à la récolte de céréales dans l'Ouest, à l'ouverture de la frontière américaine aux bovins vivants ainsi qu'à la production automobile (les trois grands constructeurs devant faire face à un affaiblissement de la demande sur le marché). Malgré ces ombres au tableau, la demande

globale devrait s'accroître à une cadence égale ou à peine supérieure à celle de l'expansion de la capacité de production au cours des quatre prochains trimestres.

L'économie tournant actuellement près de son plein potentiel, nous avons réduit le degré de détente monétaire au sein de l'économie, il y a deux semaines, en portant notre taux directeur à 2 1/4 %.

L'inflation mesurée tant par l'IPC global que par l'indice de référence a affiché de la volatilité ces derniers mois, ce qui s'explique principalement par les fluctuations des cours de l'énergie et les mesures incitatives à l'achat d'automobiles. Mais malgré cette volatilité, nous continuons de prévoir que l'inflation mesurée par l'indice de référence se situera un peu au-dessus de 1,5 % durant le second semestre de 2004 et remontera graduellement à la cible de 2 % en 2005.

Dans l'avenir, nous devons continuer de resserrer la politique monétaire pour prévenir une intensification des pressions inflationnistes et pour favoriser une croissance économique soutenue et durable. Toutefois, le rythme de nos interventions dépendra de l'évaluation que nous ferons des perspectives quant aux pressions exercées sur l'appareil de production et à l'inflation.

Dans ce contexte, la Banque suivra de près plusieurs facteurs clés. Comme c'est toujours le cas, on ne connaît pas la taille exacte de l'écart de production. En outre, de grandes incertitudes entourent le taux de croissance futur des exportations et des importations ainsi que l'évolution des cours mondiaux des produits de base énergétiques et non énergétiques. Nous surveillerons également les retombées des événements géopolitiques sur la confiance et la demande à l'échelle du globe. Nos prévisions quant à l'évolution de l'économie canadienne seront mises à jour dans la prochaine livraison du *Rapport sur la politique monétaire*, qui paraîtra le 21 octobre.

## **Conclusion**

Pour conclure, permettez-moi de revenir au point que j'ai mentionné précédemment, à savoir qu'il est nécessaire de s'ajuster aux changements qui s'opèrent au sein de l'économie mondiale. Nous pouvons être certains que les puissantes forces économiques internationales dont j'ai parlé au début de mon allocution se feront encore sentir dans l'avenir. Cette évolution amènera dans son sillage des défis à relever, mais aussi des occasions à saisir.

À la Banque du Canada, nous continuerons à surveiller ces forces de près et à évaluer les répercussions qu'elles ont au pays et à l'étranger. Nous contribuerons par le fait même à la prospérité économique future du Canada, en maintenant l'inflation à un niveau bas et stable.

Pour que le Canada connaisse une croissance et une prospérité à long terme, les entreprises et les administrations publiques du pays devront s'ajuster à l'évolution de l'économie mondiale. En tant que leaders du milieu des affaires, votre tâche

ne sera pas simple. Cela dit, ces dernières années, nous avons maintes fois constaté que vous êtes capables de surmonter les difficultés et de tirer parti des possibilités qui se présentent. Je suis convaincu que vous vous montrerez encore à la hauteur dans l'avenir.