
**Allocution prononcée par David Dodge
gouverneur de la Banque du Canada
devant le Greater Halifax Partnership
Halifax, Nouvelle-Écosse
le 11 juin 2002**

Confiance, transparence et marchés financiers

Je vous remercie de m'avoir invité à m'adresser à vous. C'est toujours un grand plaisir de revenir à Halifax et d'être témoin du dynamisme de cette ville et de cette province. Je tiens à féliciter les membres du Greater Halifax Partnership pour le rôle qu'ils jouent dans le développement régional. Vous êtes reconnus comme des chefs de fil dans ce domaine, et votre sens de l'innovation fait de votre association un modèle de coopération entre les secteurs public et privé.

L'efficacité des marchés financiers

J'aborderai deux thèmes aujourd'hui. Tout à l'heure, je vous ferai part du point de vue de la Banque du Canada à propos de l'économie.

Mais d'abord, j'aimerais vous parler d'un sujet important, à savoir les moyens de promouvoir le fonctionnement efficace des marchés financiers du Canada. Et plutôt que de vous présenter un exposé technique et détaillé sur la question, je me concentrerai sur deux éléments essentiels à ce bon fonctionnement : la confiance et la transparence.

Pour commencer, permettez-moi d'expliquer brièvement pourquoi la Banque porte un si grand intérêt à ces deux éléments. Nous verrons d'ailleurs qu'ils comptent tout autant pour le secteur privé, surtout à la lumière de l'affaire Enron et des questions connexes touchant aux pratiques des sociétés.

Mais qu'entend-on au juste par le mot « confiance »? Ce terme est étroitement lié à deux autres notions capitales : l'assurance et la crédibilité. La confiance, au sens où je l'entend, est plus que le simple sentiment de pouvoir se fier à une chose ou à une personne en l'absence de garanties. La confiance, c'est ce qui unit un groupe de personnes lorsqu'elles sont convaincues que les règles qui s'appliquent à leur système ou à leur société remplissent bien leur fonction et

servent l'intérêt de tous. Lorsque la confiance règne, les intervenants consacrent moins d'énergie à se surveiller les uns les autres, et les systèmes peuvent fonctionner plus efficacement. Chacun peut alors acquérir *l'assurance* que les autres joindront les actes à la parole. Et, à mesure que la confiance s'affermi, ceux qui l'ont inspirée voient leur *crédibilité* se renforcer.

Je sais par expérience que la confiance facilite grandement la tâche de la Banque dans l'exécution de toutes ses grandes fonctions, et notamment dans la conduite de la politique monétaire. Au cours des dix dernières années, nous avons tout mis en oeuvre pour que notre politique axée sur la poursuite de cibles explicites de maîtrise de l'inflation inspire la confiance, et nous nous sommes efforcés, parallèlement, de cheminer vers une plus grande transparence.

Les avantages économiques d'un climat de confiance

Durant les années 1970 et 1980, la Banque évoluait dans un contexte où les Canadiens avaient beaucoup moins confiance dans sa capacité de préserver la valeur interne de la monnaie nationale. Le taux d'inflation était instable et imprévisible, et la Banque déployait des efforts considérables pour doter la politique monétaire d'un point d'ancrage approprié. Depuis quelques années, toutefois, les Canadiens ont acquis l'assurance que nous maintiendrons l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible, grâce à la poursuite de cibles d'inflation explicites et aux succès enregistrés à ce chapitre. Cette confiance peut être considérée comme un genre de capital social, un actif commun qui profite à tous, y compris à la banque centrale. C'est un capital très précieux, qu'il ne faut pas gaspiller.

Quel est le lien entre la confiance et l'efficacité? En fait, ce lien est très étroit. Dans les années 1970 et 1980, les gens consacraient beaucoup de temps et d'énergie à essayer de se prémunir contre les effets de l'inflation. Des ressources qui auraient dû être utilisées à des fins plus productives servaient plutôt à protéger la valeur de l'épargne.

Puis, en 1991, le gouvernement fédéral et la Banque ont convenu d'adopter des cibles explicites en matière d'inflation. Comme vous le savez peut-être, l'entente actuelle fixe la cible d'inflation à 2 %, soit le point médian de la fourchette de 1 à 3 % dans laquelle nous visons à contenir le taux d'accroissement de l'indice global des prix à la consommation. Depuis que nous avons adopté une fourchette cible pour la maîtrise de l'inflation, nous l'avons constamment atteinte. Par conséquent, le taux d'inflation attendu est descendu au niveau de la cible et il y est maintenant solidement ancré, non seulement pour le court terme, mais aussi à des horizons éloignés.

Cette confiance établie et ce capital social gagné, il allait s'ensuivre une longue liste d'avantages économiques pour le Canada. On consacre aujourd'hui moins de temps, d'argent et d'énergie à se protéger contre l'inflation. Les accords salariaux et financiers portent sur de plus longues périodes, et le temps perdu en raison des grèves et des lockouts a diminué.

Qui plus est, la dynamique du processus d'inflation s'est transformée au point où l'inflation même est devenue bien plus stable et prévisible. Les attentes d'inflation sont moins vulnérables aux variations de la valeur externe du dollar canadien et des cours des principaux produits énergétiques.

En bout de ligne, tous ces facteurs permettent à la Banque de mener sa politique monétaire avec plus d'aisance, et ils se traduisent aujourd'hui par une efficacité accrue des marchés financiers et des entreprises.

L'économie a évidemment subi d'autres changements indispensables, dont, entre autres, une restructuration massive dans le secteur privé et un assainissement des finances publiques. Sous l'effet conjugué de ces ajustements, la tenue de l'économie s'est améliorée.

Une transparence bénéfique au système

Avant de poursuivre, j'aimerais dire quelques mots à propos de la transparence. Comme beaucoup d'autres grandes banques centrales, nous croyons préférable, pour la conduite de la politique monétaire, que le public puisse comprendre ce que pense la banque centrale et pourquoi il en est ainsi.

La Banque du Canada a multiplié les occasions de renseigner les Canadiens sur les perspectives économiques. Nous nous servons des deux livraisons de notre *Rapport sur la politique monétaire* et des deux *Mises à jour* de celui-ci, ainsi que de notre calendrier de huit dates préétablies pour l'annonce des taux directeurs, pour faire connaître notre point de vue sur l'économie. Nous voulons que les Canadiens saisissent bien nos objectifs et le cadre dans lequel nous comptons les atteindre.

Notre cible de maîtrise de l'inflation fournit aux Canadiens un critère pour évaluer le rendement de leur banque centrale. À notre avis, plus ce critère est précis, mieux cela vaut. Il est facile de se fixer des objectifs de « faible inflation » et de « stabilité des prix ». Mais la Banque du Canada et le gouvernement fédéral pensent qu'il est beaucoup plus utile de s'en remettre à une cible d'inflation explicite, qui permet aux gens de juger de nos actes. Le but ultime des mesures d'amélioration de la transparence est de donner au public un instrument grâce auquel il peut vraiment mesurer nos résultats.

Tout cela rend la Banque plus apte à rendre compte de ses actions et renforce la confiance qu'ont suscitée les cibles d'inflation. On est beaucoup plus enclin, évidemment, à faire confiance à une institution dont les objectifs et les stratégies sont transparents, et qui propose une façon claire d'évaluer son rendement.

La confiance et le secteur privé

Ces observations valent non seulement pour les banques centrales, mais aussi pour les entreprises et l'ensemble du secteur financier. Le capital social revêt différentes formes, dont l'une des plus importantes est la crédibilité des normes et des codes de conduite. Cette crédibilité est absolument indispensable au bon fonctionnement des marchés financiers, lesquels sont essentiels à la bonne santé de l'économie.

La confiance signifie entre autres que nous puissions nous fier aux acteurs du milieu financier, c'est-à-dire aux personnes qui dirigent les entreprises et à celles qui sont chargées de les surveiller. Nous devons aussi avoir la conviction que les informations dont nous avons besoin pour prendre des décisions d'investissement éclairées sont exactes et complètes. De plus, la divulgation des renseignements doit être équitable; on doit avoir l'assurance que des initiés ne s'échangent pas des données à l'insu du reste des participants. C'est seulement lorsque toutes ces composantes de la confiance sont réunies que l'on peut compter sur des marchés sains et efficaces, qui profitent à tout le monde.

De façon générale, ces conditions sont déjà réunies au Canada. Mais comme la faillite de la société Enron, aux États-Unis, nous le rappelle, nous aurions tort de nous reposer sur nos lauriers.

Quelles sont les séquelles d'un événement comme l'affaire Enron? Un scepticisme s'installe quant à la crédibilité des informations financières qui sont divulguées périodiquement. Il en coûte plus cher aux entreprises de mobiliser des capitaux, car une fois le lien de confiance brisé, les investisseurs sont moins nombreux à vouloir s'engager, et ceux qui restent exigent une prime en contrepartie du risque accru d'être abusés. De plus, s'il y a un manque d'informations fiables, les investisseurs ont plus de chances de prendre de mauvaises décisions, et le capital est mal réparti. Au bout du compte, les marchés financiers fonctionnent moins efficacement, et tous en tirent moins d'avantages.

Pour empêcher une perte de confiance généralisée, il faut s'employer de manière systématique et coordonnée à corriger les déficiences et les faiblesses qui risquent de miner la confiance des investisseurs.

Il importe d'établir un ensemble de règles raisonnables afin que les dirigeants d'entreprise, les conseils d'administration et leurs vérificateurs rendent compte fidèlement de la situation financière des sociétés cotées en bourse, et que le public investisseur puisse croire que les informations sont divulguées de manière équitable et qu'elles sont justes et complètes.

Malgré les déficiences particulières que l'effondrement d'Enron a mises en lumière, il est apparu que la confiance du public dans l'efficacité des marchés financiers est demeurée largement intacte. Mais nous devons continuer d'être vigilants.

Le rétablissement de la confiance

Les états financiers constituent le fondement des marchés financiers. J'ai expliqué tout à l'heure comment un critère clair avait aidé la Banque à faire preuve d'une plus grande transparence. Le même raisonnement vaut pour les états financiers. Il est essentiel que les investisseurs aient accès à des rapports clairs et exacts sur les sociétés, ainsi qu'à d'autres renseignements dignes de foi. Il est tout aussi important que l'information soit présentée sans détour. Les rapports sur les bénéfices doivent servir à dévoiler l'information, et non à la dissimuler. La publication de centaines de pages de données complexes est incompatible avec des pratiques de divulgation propres à favoriser l'efficacité.

Ensuite, il faut que les personnes — c'est-à-dire les chefs d'entreprise et les administrateurs, les vérificateurs, les analystes et les conseillers en placements, les agences de notation et les autorités réglementaires — gagnent constamment cette confiance. Des réputations ont été mises en doute par des événements comme la faillite d'Enron, et par la suspicion que certains initiés se sont enrichis aux dépens des actionnaires. Si des analystes sont en même temps des actionnaires actifs d'une société et qu'ils se servent de leur fonction pour promouvoir cette société, il va de soi que c'est inacceptable. Il existe toutefois des cas plus subtils de conflits d'intérêts, qui n'impliquent pas d'activités illégales ou frauduleuses. C'est le cas, par exemple, des vérificateurs qui ne sont pas réellement indépendants des firmes qu'ils ont le mandat de surveiller.

Un autre enjeu qui mérite une plus grande attention, particulièrement chez les entreprises hors du secteur financier, est l'évaluation des risques. Cela ne se limite pas à énumérer, dans les rapports déposés, la liste des difficultés potentielles. Les entreprises sont tenues d'expliquer aux investisseurs les mesures de précaution qu'elles prévoient, tant pour les risques liés au contexte externe que pour ceux auxquels elles s'exposent volontairement dans le cadre de leur stratégie. D'ailleurs, avant d'acheter des actions, les investisseurs sont obligés de signer une formule informant leur courtier de leur degré de tolérance au risque. On peut alors supposer que la société qui émet les actions est en mesure de renseigner honnêtement les futurs actionnaires sur les risques que comporte tel ou tel placement.

L'affaire Enron a déclenché un débat quant à la nécessité de renforcer ou non la réglementation du marché financier. Si de nouvelles règles étaient jugées nécessaires, il faudrait veiller à ce que celles-ci ne soient pas des balises dérisoires qui permettent à des gens peu scrupuleux d'échapper à l'esprit de la loi. Car s'il est une chose que nous devons tous viser, c'est bien le respect de l'esprit de la réglementation autant que de la lettre.

Et lorsque les agissements de personnes sans scrupules sont mises au grand jour, les autorités doivent les sanctionner sans retenue. Ce serait rendre un fort mauvais service au marché que d'agir autrement. Seule une réprobation vigoureuse peut rétablir et entretenir la conviction que les règles sont bel et bien appliquées.

Les organismes de réglementation et de supervision de par le monde ont commencé à réagir aux retombées de l'affaire Enron et d'autres faillites très médiatisées. Aux États-Unis, le Financial Accounting Standards Board examine des projets visant à obliger les sociétés à tenir compte des opérations de leurs « entités à vocation spéciale » dans leurs bilans. La Securities and Exchange Commission (SEC) a proposé de nouvelles règles pour assurer une divulgation plus détaillée et plus prompte des informations des sociétés.

Chez nous, l'Institut canadien des comptables agréés a demandé à son Conseil de la surveillance de la normalisation comptable de se pencher sur les enjeux comptables et financiers soulevés par la faillite d'Enron. L'ICCA étudie également des moyens de renforcer l'indépendance des vérificateurs. Je crois savoir, également, que la profession des comptables et les autorités réglementaires concernées travaillent à la mise sur pied d'un organisme de surveillance chargé de promouvoir la qualité des vérifications effectuées à l'égard des sociétés cotées en bourse. La Bourse de Toronto a aussi modifié ses lignes de conduite afin de favoriser de saines pratiques de régie d'entreprise. Des groupes parlementaires tels que le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce ont également entrepris leurs propres investigations sur la situation du marché canadien dans le sillage de la faillite d'Enron.

La réaction du marché

Les institutions ont été nombreuses à se livrer à des auto-évaluations ces derniers mois, et je suis très encouragé de voir à quel point ces questions sont prises au sérieux. Le marché s'impose une autodiscipline. Les conseils d'administration revoient leur rôle et examinent de plus près les activités de leur organisation. Les investisseurs exigent un lien plus étroit entre les états financiers pro forma et les principes comptables généralement reconnus.

En réponse à ces exigences, les grandes entreprises modifient leurs méthodes en matière de rapports financiers. Par exemple, certaines sociétés ont annoncé leur intention d'inclure, au poste des dépenses, le coût lié aux options d'achats d'actions offertes aux cadres. De plus, l'agence Standard and Poor's a introduit de nouveaux critères pour l'évaluation des bénéficiaires déclarés par les sociétés. Ces changements visent à rendre compte plus fidèlement des revenus et des coûts associés aux activités principales des sociétés.

Selon nous, des mesures de ce genre font progresser le débat concernant les méthodes les plus justes et les plus précises de faire rapport sur la situation financière réelle d'une entreprise. Tous ces exemples montrent bien que des participants mettent leurs efforts en commun pour renforcer l'esprit — et non pas seulement la lettre — des règles auxquelles les marchés financiers sont assujettis.

Au bout du compte, chacun doit avoir confiance dans les marchés financiers et savoir que les bonnes règles sont en place et qu'elles sont appliquées. Nous devons continuer de miser sur ce capital social, afin de promouvoir le bon fonctionnement des marchés financiers et les avantages que ces derniers peuvent procurer à l'ensemble de la société.

Les perspectives actuelles de l'économie canadienne

J'aimerais maintenant dire quelques mots sur l'économie de la Nouvelle-Écosse. Comme celle du reste du Canada, l'économie de la province s'est révélée plus vigoureuse que prévu au cours de la dernière année. De fait, les données publiées par Statistique Canada la semaine dernière indiquent que le taux d'emploi en Nouvelle-Écosse a atteint un sommet sans précédent en mai. L'an dernier, l'économie provinciale a été soutenue par le niveau élevé de la production pétrolière et gazière en mer. L'étude commandée par le Greater Halifax Partnership, trace un portrait enthousiasmant de l'incidence future de l'exploitation en mer.

La Nouvelle-Écosse a également accompli des progrès importants dans la diversification de son économie, ce qui est d'excellent augure pour l'avenir. Ainsi, les secteurs des technologies de l'information et des sciences de la vie ont connu une expansion remarquable. On a notamment commercialisé certains des excellents travaux de recherche menés par les universités provinciales et incité les sociétés technologiques à mettre à profit l'infrastructure de télécommunications de la province.

Voyons maintenant quelles sont les perspectives pour l'ensemble du Canada. L'expansion économique du pays a été robuste, atteignant 6 % en taux annualisé au premier trimestre, ce qui dépasse de beaucoup les attentes. Cette force se reflète dans le nombre extraordinairement élevé d'emplois créés depuis le début de l'année. De fait, près de 250 000 emplois ont vu le jour au pays au cours des cinq derniers mois.

L'économie canadienne affiche une nette vigueur. Les dépenses de consommation, particulièrement les achats d'articles sensibles aux variations des taux d'intérêt, restent fermes. Les investissements des entreprises ne viennent plus freiner l'expansion, et l'on observe des signes d'un début de relance des investissements en machines et matériel. Les bénéfiques des sociétés se redressent, ce qui devrait continuer de soutenir les investissements.

Bien que la tenue actuelle de l'économie canadienne est de bon augure pour l'avenir, il reste que les incertitudes géopolitiques et la diminution des bénéfices des grandes multinationales pourraient empêcher une solide reprise des investissements à l'échelle mondiale.

Pour résumer, je dirai que l'économie canadienne progresse à un rythme plus vif et fonctionne à un niveau plus élevé que ce qui était attendu. C'est donc dire qu'elle se rapproche des limites de sa capacité de production plus rapidement que prévu. L'inflation mesurée par l'indice de référence dépasse quelque peu les prévisions elle aussi, atteignant 2,2 % en avril.

C'est dans ce contexte que, la semaine dernière, la Banque a relevé le taux cible du financement à un jour de 25 points de base, pour le porter à 2 1/2 %. Cette hausse, la deuxième, avait pour but d'atténuer en partie la forte détente monétaire en place. Comme l'économie canadienne affiche une grande vigueur, la Banque adoptera les mesures qui s'avéreront nécessaires pour garder l'inflation près du taux cible de 2 % qu'elle vise à moyen

terme. C'est là la meilleure contribution qu'elle peut apporter à une croissance solide et durable de toute l'économie canadienne.