
**Allocution prononcée par David Dodge
gouverneur de la Banque du Canada
devant Le Cercle canadien de Winnipeg
Winnipeg, Manitoba
le 28 janvier 2002**

Défis et changements marquants pour la Banque dans une année fertile en événements

Je vous remercie de m'avoir invité à prendre la parole devant vous aujourd'hui et me réjouis de l'occasion qui m'est ainsi donnée de visiter Winnipeg.

Comme vous le savez sans doute, je célébrerai à la fin de cette semaine mon premier anniversaire au poste de gouverneur de la Banque du Canada. Cette nomination a été pour moi un honneur et je considère comme un privilège d'être au service des Canadiens dans une telle fonction. Pendant l'année qui vient de s'écouler, j'ai eu la chance de travailler à la Banque avec une équipe formée de gens extrêmement talentueux et d'être soutenu par le Conseil d'administration de l'institution. Ensemble, en nous appuyant sur les renseignements qui nous parviennent de Canadiens de toutes les régions du pays, nous avons déployé beaucoup d'efforts pour mener la politique monétaire du mieux que nous pouvions durant une période de changements rapides et de difficultés grandissantes sur le plan économique.

Comme j'arrive au terme de ma première année en fonction, il me paraît naturel de faire un retour sur les douze derniers mois et de revoir certains des défis et des changements auxquels nous avons fait face. Sur la scène économique, la grande préoccupation de la dernière année a été le ralentissement de l'activité qui a frappé non seulement le Canada, mais aussi la plupart des principaux pays industriels. Les attentats terroristes du 11 septembre aux États-Unis ont aggravé la situation.

Des changements importants sont aussi survenus à la Banque du Canada même. Deux en particulier sont dignes de mention. D'abord, nous avons utilisé pour une première année complète notre nouveau système d'établissement des taux directeurs à dates préétablies. Puis, nous avons renouvelé notre entente avec le gouvernement fédéral au sujet de la maîtrise de l'inflation. J'aimerais aujourd'hui vous entretenir de notre système de dates préétablies et du processus qui mène à nos décisions en matière de taux d'intérêt. Puis je prendrai quelques minutes pour examiner avec vous la conjoncture actuelle et brosser un rapide tableau des perspectives économiques du Canada. Enfin, je dirai quelques mots au sujet du dollar, pour

renforcer l'opinion déjà émise par la Banque.

Système d'établissement des taux à dates préétablies

Sous la direction de mon prédécesseur, Gordon Thiessen, la Banque a adopté vers la fin de 2000 un système de dates préétablies pour l'établissement de ses taux. Nous annonçons maintenant à huit dates préétablies par année notre décision de modifier ou non notre taux directeur clé, soit le taux cible du financement à un jour.

Il s'agit là de la plus récente innovation dans la façon dont la Banque met en œuvre sa politique monétaire. En effet, les méthodes de la Banque se sont considérablement transformées au cours des dernières années. Il n'y a pas si longtemps, la Banque « avisait » les marchés des modifications de taux en effectuant des opérations sur les marchés monétaires. Elle n'émettait pas de communiqué expliquant les motifs de sa décision ni de confirmation de cette décision à l'intention des médias et pouvait décider de modifier ses taux à toute heure, n'importe quel jour ouvrable.

Au fil des années, ces faiblesses ont été peu à peu corrigées. La Banque a établi une heure précise, soit 9 h, heure de l'Est, pour la mise en œuvre des modifications des taux directeurs. Puis elle a commencé à confirmer publiquement ces modifications à l'aide d'un communiqué exposant les motifs de sa décision. Et maintenant, grâce au système de dates préétablies, les Canadiens savent à l'avance à quel moment, sauf en cas de circonstances tout à fait exceptionnelles, leur banque centrale interviendra sur les taux d'intérêt.

Auparavant, les marchés ne pouvaient savoir avec certitude quel jour nous allions annoncer une modification. Alors, ils tournaient au ralenti au début de la matinée, parfois plusieurs jours d'affilée, lorsqu'ils s'attendaient à ce que nous bougions. Nous avons constaté que le fait de lever cette incertitude a amélioré leur fonctionnement.

Mais ce système comporte aussi d'autres avantages, plus apparents pour le public. Lorsque la Banque a lancé son système, elle a dit espérer que cette nouvelle approche contribue à focaliser l'attention et les commentaires publics sur les conditions économiques à la base des décisions qu'elle prendrait. Et, de fait, au cours de la dernière année, les commentaires des médias et des marchés financiers sont devenus plus axés sur ces conditions et plus pertinents. Le fait que les médias et les marchés savent à quel moment une annonce sera faite suscite de leur part des analyses et des commentaires meilleurs et plus nombreux dans les jours précédant l'annonce, et aussi par la suite. Les médias ont aussi mis à profit la nouvelle approche pour accroître la profondeur et la qualité de leurs analyses. De plus, le débat tend maintenant à porter sur la situation de l'économie canadienne et sur les motifs des décisions de la Banque.

Tout comme il a permis aux médias d'améliorer leur couverture de la Banque, le nouveau système a procuré aux analystes financiers un cadre qui les aide à mieux accomplir leur travail. Les analyses effectuées par ces derniers ont de l'importance. Elles devraient favoriser un meilleur fonctionnement des marchés financiers et aussi nous permettre de mieux comprendre les opinions de ceux-ci. Mais cela ne nous empêche pas, bien sûr, de prendre les mesures que nous

jugeons appropriées pour l'économie, même si celles-ci diffèrent des attentes.

Le système de dates préétablies nous donne également une autre occasion de communiquer au public canadien le plus récent point de vue de la Banque au sujet de la conjoncture économique. À chacune des dates d'établissement, nous publions un communiqué, que nous ayons modifié ou non nos taux directeurs. Dans ce communiqué, nous expliquons sommairement notre décision. Ces communiqués servent de complément au *Rapport sur la politique monétaire* et à la *Mise à jour* de ce rapport que nous publions, ainsi qu'aux allocutions que les autres dirigeants de la Banque et moi-même prononçons dans le but de fournir un compte rendu régulier et à jour de notre point de vue sur l'économie. Nous espérons ainsi contribuer à sensibiliser davantage le public à la situation économique canadienne et au rôle de la politique monétaire ainsi qu'à susciter plus de discussions à ce sujet.

Il reste que l'information circule dans les deux sens. Toutes nos communications sont, pour les intéressés, une occasion de commenter publiquement l'analyse que nous faisons de l'économie. Ces commentaires forment une partie essentielle du processus menant à la formulation de la politique monétaire.

J'aimerais préciser que nous avons écourté le temps qui s'écoule entre les dates préétablies et la parution du *Rapport sur la politique monétaire* ou de la *Mise à jour* qui survient après quatre des huit dates en question. Le délai de publication, qui était de deux semaines l'an dernier, est ainsi ramené à une semaine.

Notre processus de prise de décision

Les décisions annoncées aux dates préétablies sont le produit d'un consensus parmi les six membres du Conseil de direction de la Banque, à savoir le premier sous-gouverneur, Malcolm Knight, les quatre sous-gouverneurs et moi-même. Je pense qu'il serait utile que je vous décrive maintenant un peu plus en détail le processus que nous suivons à l'approche d'une date d'établissement des taux.

La Banque surveille toujours de près l'évolution de l'économie au pays et dans le monde. Mais le système de dates préétablies nous a amenés à structurer davantage nos activités de suivi de cette évolution et de ses implications pour la politique monétaire. Durant les sept à dix jours qui précèdent une date d'annonce, le Conseil de direction commence par recevoir les points de vue du personnel de recherche de la Banque. Tout d'abord, notre département des Recherches nous fournit des projections sur l'économie canadienne établies à l'aide de modèles économiques sophistiqués et nous communique l'opinion des prévisionnistes du secteur privé. Le département des Relations internationales nous renseigne sur les perspectives de l'économie des États-Unis et celles des pays d'outre-mer, et trace un portrait du contexte général dans lequel s'inscrivent nos décisions, ici au Canada. Les employés de nos bureaux régionaux nous informent de la conjoncture et des vues exprimées par les gens d'affaires dans leurs coins de pays respectifs. Le personnel du département des Études monétaires et financières interprète l'évolution des marchés du crédit et des agrégats monétaires. Enfin, le département des Marchés financiers examine la situation des marchés et évalue leurs attentes.

Le personnel présente ses analyses au Conseil de direction au cours d'une série de réunions qui se tiennent durant la semaine précédant la date d'établissement. Vu la diversité des perspectives contenues dans ces analyses, il n'est pas vraiment surprenant qu'elles renferment parfois des points de vue divergents au sujet de la politique à adopter. Ces divergences sont cependant très valables car elles enrichissent le débat. Les opinions finales du personnel sur l'économie et les implications pour la politique monétaire ne sont exposées officiellement au Conseil de direction que le vendredi matin précédant une date d'établissement. Il incombe à ce dernier de les considérer toutes et d'exercer son jugement. Habituellement, les membres du Conseil ont une discussion très poussée et animée avant d'en arriver à un consensus sur la décision à prendre.

Les membres du Conseil de direction se retrouvent le lundi et conviennent, avant la fin de la journée, de la mesure à prendre et du texte du communiqué qui l'accompagnera. Cette décision devient finale le mardi matin juste avant 9 h, heure de publication du communiqué.

Dans nos communiqués, rapports périodiques et allocutions, nous tentons d'expliquer notre raisonnement. Ce faisant, nous espérons aider les Canadiens, y compris les opérateurs des marchés financiers, à prévoir l'*orientation* générale de la politique monétaire. Mais il ne faut surtout pas croire que nous essayons d'influencer ou de conditionner les attentes des marchés au sujet de nos mesures de politique monétaire tout juste avant une date préétablie.

La Banque met beaucoup de soin à dresser un portrait complet de l'économie et elle évite de réagir à une information isolée ou même à une série particulière de données économiques. Statistique Canada ainsi que d'autres organisations publiques et privées diffusent un flux quasi constant de données dites « de haute fréquence » sur divers secteurs de l'économie au pays. Toutefois, ces données « de haute fréquence » ne sont pas nécessairement de « haute fidélité ». En fait, il y a beaucoup de « bruit » dans ces données, c'est-à-dire d'indications incomplètes ou trompeuses sur l'évolution future de l'économie. Un aspect crucial de notre travail consiste à filtrer ce bruit et à réunir les éléments qui nous permettront de dégager les tendances fondamentales de l'économie.

Comme la politique monétaire met beaucoup de temps à faire sentir pleinement ses effets, nous ne pouvons, ni ne devons, réagir automatiquement à chacune des données de haute fréquence publiées. C'est pourquoi le *Rapport sur la politique monétaire* et sa *Mise à jour* sont publiés en alternance aux trois mois; ces publications tiennent compte de toute l'information devenue disponible durant le dernier trimestre.

En règle générale, nous ne fournissons pas de mises à jour substantielles de notre point de vue au sujet des tendances économiques et de leurs implications pour la formulation de la politique monétaire entre deux dates préétablies. Mais il peut arriver parfois que surviennent des événements qui nous font modifier sensiblement notre opinion par rapport au scénario exposé dans nos plus récentes déclarations publiques. Dans pareil cas, nous chercherions à donner une indication claire de ce changement.

J'espère que mes explications vous ont aidés à mieux comprendre notre processus

de prise de décision au sujet des taux d'intérêt. Je dois préciser que nous mettons toujours l'accent sur le moyen terme; notre but est de faire en sorte que l'inflation se situe, dans six à huit trimestres, au taux de 2 % visé.

Le ralentissement économique observé au cours de la dernière année

Jetons maintenant un regard rétrospectif sur la dernière année, qui a été plutôt éprouvante sur le plan économique. Durant toute cette période, la Banque a saisi l'occasion que lui procurait chaque date d'établissement pour abaisser les taux d'intérêt et les ajuster ainsi aux conditions économiques changeantes.

Au début de 2001, nous nous préoccupions surtout des répercussions que le ralentissement de l'économie américaine pourraient avoir sur l'activité au Canada. Même si la demande intérieure demeurait robuste, alors que la demande mondiale s'affaiblissait, nous avons réduit le taux cible du financement à un jour durant toute la première moitié de l'année.

Au milieu de l'été, cependant, les signes que le ralentissement aux États-Unis serait plus long que prévu, et l'activité économique à l'extérieur de l'Amérique du Nord beaucoup plus faible, se sont mis à s'accumuler. Parallèlement, certaines indications donnaient à penser que la progression de la demande intérieure au Canada, qui était demeurée soutenue durant le premier semestre de l'année, était en train de fléchir. Ainsi, à la date d'établissement du 28 août, nous avons indiqué que nous révisions à la baisse nos perspectives de croissance.

Puis vinrent les événements tragiques du 11 septembre. Les conséquences immédiates et ultérieures des attentats perpétrés ce jour-là ont aggravé le ralentissement économique. Pour la Banque du Canada et les autres banques centrales dans le monde, une obligation pressante se posait : maintenir un fonctionnement ordonné des systèmes financiers mondiaux.

Une des principales fonctions de la Banque est de promouvoir la stabilité financière au pays. Cela veut dire que nous devons aider au bon déroulement des opérations sur les marchés, même lorsque la situation est aussi tendue que c'était le cas dans les jours qui ont suivi les attaques. À l'instar d'autres banques centrales, la Banque du Canada est intervenue pour faire en sorte que les marchés financiers aient amplement accès à des liquidités en dollars canadiens. De plus, nous avons conclu une entente avec la Réserve fédérale américaine qui nous donnait la possibilité de mettre à la disposition des banques canadiennes, au besoin, des liquidités additionnelles en dollars É.-U. Bref, nous nous sommes assurés que le bouleversement consécutif aux actes terroristes du 11 septembre ne donnerait pas lieu à un blocage des systèmes de paiement. S'il y a un aspect positif de cette tragédie, c'est que les marchés financiers mondiaux aient continué de fonctionner aussi bien qu'ils l'ont fait.

Mais, par la suite, nous avons dû relever un autre défi, celui de réduire au minimum les retombées économiques des attentats. Il était évident que la confiance des ménages et des entreprises serait ébranlée. Nous devons donc intervenir pour tenter d'atténuer le plus possible cette perte de confiance afin d'aider l'économie à se redresser dans les plus brefs délais.

C'est pourquoi, peu de jours après les actes terroristes, nous avons pris la décision exceptionnelle de réduire les taux à une date non prévue à notre calendrier de dates d'établissement, et ce, dans le but de soutenir la confiance. Par la suite, il est devenu clair que l'économie continuerait de tourner en deçà de ses capacités tout au long de 2002, ce qui ferait pression à la baisse sur l'inflation. Nous avons donc amplifié le mouvement de réduction des taux lors des deux dates d'établissement suivantes. Notre objectif était de donner un coup de fouet à la croissance économique afin de favoriser le maintien du taux d'inflation à l'intérieur de la fourchette de 1 à 3 % que nous visons.

Les attentats du 11 septembre ont provoqué toutes sortes d'incertitudes, économiques, politiques et militaires. Il était donc extrêmement difficile l'automne dernier de se faire une idée très précise de la trajectoire qu'allait emprunter l'économie. On commence toutefois à y voir plus clair maintenant.

La conjoncture actuelle et les perspectives économiques

Une façon pour nous d'avoir un meilleur tableau de la situation est d'aller voir ce qui se passe sur le terrain dans chacune des régions du pays. Ces occasions d'échapper à la frénésie des marchés financiers et de pouvoir observer l'économie réelle sont d'une importance capitale pour moi et pour la Banque.

Examinons brièvement la situation au Manitoba. Avec un taux d'expansion estimé à environ 1,75 %, l'économie de cette province semble s'être placée au troisième rang au chapitre de la croissance au pays l'an dernier. Seules l'Alberta et Terre-Neuve devraient avoir affiché un meilleur taux. La diversification opérée non seulement au sein du secteur agricole mais dans l'ensemble de l'économie manitobaine a énormément contribué à ce résultat. Elle a permis au taux de chômage provincial de demeurer bien inférieur à la moyenne nationale. La province a aussi bénéficié du ratio modeste de sa dette au PIB et de la prudence qu'elle pratique depuis un bon moment en matière budgétaire.

Mais l'économie locale a aussi pâti des répercussions des actes terroristes du 11 septembre. L'industrie aérospatiale en particulier s'est durement ressentie du tassement qui en a découlé. De façon plus indirecte, le ralentissement de l'économie mondiale a entraîné un fléchissement des prix d'un grand nombre de produits de base, y compris des produits agricoles. Ces effets, conjugués aux piètres récoltes de l'an dernier et à la menace de mauvaises conditions de culture encore cette année, pourraient causer des difficultés au secteur agricole.

Pour ce qui est de l'ensemble du pays, nous constatons que certains secteurs se sont vite remis du choc du 11 septembre, mais que d'autres restent déprimés. C'est certainement le cas du transport aérien, pour les voyages d'affaires aussi bien que d'agrément.

La semaine dernière, nous avons publié une *Mise à jour du Rapport sur la politique monétaire*. Dans ce document, nous signalons qu'il semble de plus en plus probable que l'expansion économique se situera à mi-chemin entre les deux scénarios extrêmes que nous exposons dans la livraison de novembre du *Rapport*. L'évolution favorable de la situation

géopolitique est un motif d'encouragement. De fait, la confiance des ménages semble se rétablir devant l'absence de nouveaux attentats meurtriers.

Il reste très difficile toutefois de prévoir exactement à quel moment la reprise s'amorcera et quelle sera son ampleur. Mais je peux affirmer que les conditions d'un redressement de l'économie mondiale sont en place. Le stock de capital excédentaire est en voie d'être évacué du système, ce qui laisse entrevoir une relance des investissements. Et les prix des produits de base, actuellement faibles, devraient rebondir lorsque la demande reprendra.

En résumé, nous pensons que l'économie canadienne progressera en moyenne de 1 à 2 % en taux annualisé au premier semestre de 2002. Mais la croissance devrait s'accélérer au second semestre et afficher un rythme annuel moyen s'établissant entre 3 et 4 %.

Que cela signifie-t-il pour l'inflation? Le taux d'augmentation de l'indice global des prix à la consommation a fléchi brusquement en novembre puis s'est stabilisé en décembre. Le taux d'accroissement de l'indice de référence de la Banque — une mesure dont nous nous servons pour prévoir les tendances futures de l'inflation — a aussi reculé durant ces deux mois. Cela concorde avec une économie fonctionnant en deçà de sa capacité.

Avec un rythme d'expansion de l'activité inférieur à celui de la production potentielle au premier semestre de l'année, les capacités excédentaires continueront de s'accumuler. Par conséquent, l'inflation mesurée tant par l'IPC global que par l'indice de référence devrait demeurer aux alentours des niveaux actuels au cours des prochains mois. Mais en abaissant le taux cible du financement à un jour, la Banque du Canada a vigoureusement stimulé la demande intérieure. Nous nous attendons donc à ce que le taux d'accroissement de l'IPC global et celui de l'indice de référence remontent près du taux visé de 2 % d'ici deux ans environ, à mesure que les capacités excédentaires se résorberont.

Des entreprises de toutes sortes sont encore en train d'ajuster leurs mécanismes de sécurité aux risques qu'ont mis en lumière les attentats du 11 septembre. À notre avis, cet ajustement devrait être ponctuel, mais il entraînera probablement une faible contraction de la production potentielle au sein de notre économie.

J'aimerais maintenant réitérer notre point de vue sur l'évolution récente du taux de change, qui représente une source de préoccupation.

Au fil du temps, les taux de change devraient refléter l'évolution fondamentale de la situation économique et financière ainsi que les perspectives économiques. Mais à court terme, au moment où les marchés évaluent ces perspectives, ils peuvent être instables.

Comme je l'ai déjà signalé, il est maintenant plus probable que notre économie se renforcera tout au long de l'année et au début de 2003. En outre, les données récentes tendent de plus en plus à confirmer qu'une reprise commence à se matérialiser. Les dépenses des ménages au Canada — notamment les dépenses consacrées à l'achat de biens durables et au logement, qui sont sensibles aux taux d'intérêt — ont été plus vigoureuses que prévu. D'après les chiffres les

plus récents, les exportations et l'activité dans le secteur manufacturier paraissent vouloir s'accélérer, et la correction des stocks progresse. De plus, avec l'apparition des premiers indices d'un redressement de l'économie américaine, les cours mondiaux des produits de base non énergétiques semblent avoir touché un creux.

Ces signes d'un regain de l'activité au Canada sont encourageants. Toutefois, les variations récentes du taux de change Canada-États-Unis ne semblent pas avoir reflété cette évolution, et la dépréciation des deux dernières semaines n'aide pas notre économie. La reprise au Canada n'est pas tributaire du maintien des bas niveaux actuels du dollar canadien par rapport à la devise américaine.

En conclusion, force est de reconnaître que l'année qui vient de s'écouler a comporté son lot de défis. Je sais néanmoins que nous avons pris les mesures appropriées pour ramener l'économie sur la voie d'une croissance vigoureuse et que nous sommes en bonne posture pour tirer avantage des temps meilleurs à venir. Je suis convaincu que, dans un an, lorsque je ferai le bilan de ma deuxième année comme gouverneur de la Banque du Canada, j'aurai derrière moi une année de reprise et que l'économie sera beaucoup plus robuste qu'elle ne l'est à l'heure actuelle.