
**Allocution prononcée par David Dodge
gouverneur de la Banque du Canada
devant la Canadian Society of New York
New York, N. Y.
le 20 février 2002**

**Cibles d'inflation et régime de changes flottants :
les enseignements tirés de l'expérience canadienne**

Au cours de la dernière décennie, l'économie canadienne s'est radicalement transformée. Le pays affiche maintenant un faible taux d'inflation, sa dette publique et sa dette extérieure sont en régression, et le secteur privé est davantage soucieux des coûts de même que plus productif et efficace grâce à des efforts de restructuration et des investissements dans la nouvelle technologie.

Cette économie est fort différente de celle à laquelle beaucoup d'entre nous ont été confrontés dans les années 1970 et 1980 — une économie minée par une inflation élevée et variable ainsi que par le niveau excessif et sans cesse croissant des déficits budgétaires et de la dette publique.

Depuis les années 1990, le cadre de conduite de la politique monétaire au Canada — qui est fondé sur une cible explicite de maîtrise de l'inflation et un taux de change flottant — a grandement facilité le retour du pays sur la voie de la prospérité à long terme.

Tel est le thème principal de mon allocution d'aujourd'hui. Je conclurai par quelques observations sur l'évolution récente de l'économie canadienne et ses perspectives d'avenir.

L'inflation élevée et les excès budgétaires qui ont marqué les années 1970 et 1980

Pour comprendre comment le Canada en est venu à adopter une approche axée sur la poursuite de cibles d'inflation pour la conduite de sa politique monétaire, il convient de rappeler brièvement l'évolution économique du pays au cours des trois dernières décennies.

Tout au long des années 1970 et 1980, le Canada, comme beaucoup d'autres pays, s'est rendu compte qu'un taux d'inflation élevé, de lourds déficits budgétaires et un endettement public croissant sapient l'économie.

Pour ceux d'entre nous qui ont eu à traverser ces temps difficiles, il n'est pas besoin de rappeler qu'un taux d'inflation haut, variable et imprévisible accroît l'incertitude. Qu'il fausse les indicateurs et les informations clés sur lesquels les particuliers et les entreprises s'appuient pour prendre des décisions économiques importantes. Qu'il amplifie les fluctuations de l'activité économique et de l'emploi. Qu'il entraîne le gaspillage de ressources précieuses qui, au lieu d'être utilisées à des fins productives, sont détournées vers des opérations de couverture par lesquelles les gens cherchent à se prémunir contre l'inflation croissante.

De plus, durant une grande partie des années 1970 et 1980, les gouvernements canadiens ont accusé de lourds déficits budgétaires qui sont venus gruger une part considérable de l'épargne nationale. L'accumulation de la dette publique qui en a résulté a fait augmenter à de hauts niveaux la prime de risque incorporée à nos taux d'intérêt, décourageant ainsi les investissements en matériel et en technologie qui étaient nécessaires à l'amélioration de la productivité.

Il était évident qu'une telle situation ne pouvait durer.

En ce qui a trait à la politique monétaire, je peux vous dire qu'il nous a fallu beaucoup de temps et d'essais avant d'en arriver à notre cadre actuel.

Vers la fin des années 1980, il était devenu manifeste pour la Banque que la résolution du problème de l'inflation passait par l'instauration d'un cadre explicite de conduite de la politique monétaire qui pourrait être communiqué en termes clairs et simples au public. En janvier 1988, le gouverneur en poste, John Crow, a exposé le net besoin de mettre l'accent sur la stabilité des prix. Avec l'intensification des difficultés d'ordre macroéconomique à la fin des années 1980, il fallait de toute évidence que nous nous engagions sans équivoque à l'égard d'une trajectoire de réduction de l'inflation.

Entente sur des cibles de maîtrise de l'inflation : l'expérience canadienne

Le mois de février 1991 a marqué un point tournant à ce chapitre. C'est à ce moment que la Banque du Canada et le gouvernement canadien, de plus en plus conscients des ravages causés par l'inflation élevée, ont convenu *ensemble* d'adopter des cibles explicites de réduction de l'inflation.

L'inflation a reculé rapidement — plus rapidement, en fait, que ce qui avait été envisagé dans l'entente. Dès janvier 1992, le taux d'inflation était tombé à près de 2 %.

Je ne voudrais surtout pas vous laisser croire que les choses se sont faites instantanément et sans peine, loin de là. Devant l'ampleur des déséquilibres, nous avons dû, en réalité, prendre un remède de cheval et supporter des taux d'intérêt élevés pendant quelque temps. Il en est résulté beaucoup de perturbations et de difficultés économiques à court terme. Même revenus à des niveaux plus bas, les taux d'intérêt comportaient encore une prime de risque appréciable qui témoignait, du moins partiellement, des problèmes budgétaires du pays. Mais,

une fois enclenché le processus d'assainissement des finances publiques, les marchés financiers n'ont pas tardé à en prendre acte, et les primes de risque ont diminué considérablement, ce qui nous a permis de récolter l'un des principaux dividendes d'une faible inflation.

L'entente que la Banque et le gouvernement ont conclue relativement à la maîtrise de l'inflation a été reconduite à trois reprises. L'entente actuelle, qui a pris effet en mai 2001 et qui restera en vigueur jusqu'à la fin de 2006, continue de viser le maintien de l'inflation à 2 %, le point médian de la fourchette cible de 1 à 3 %. Le fait de viser le point médian est absolument crucial, comme je l'expliquerai plus tard.

Sous les deux gouvernements qui se sont succédé au cours de la dernière décennie, les autorités du pays ont pris de plus en plus conscience, *ensemble*, du rôle important que la maîtrise de l'inflation peut jouer dans la tenue de l'économie.

Je tiens à souligner que, dans une société démocratique, il est essentiel que la banque centrale et le gouvernement poursuivent le même objectif ultime du bon fonctionnement de l'économie et que tous deux travaillent *ensemble* à la réalisation de cet objectif commun — d'où mon insistance, aujourd'hui, sur les concepts de collaboration et d'entente.

L'expérience canadienne montre que le fait de combiner une politique monétaire visant un taux d'inflation bas, stable et prévisible et une politique budgétaire axée sur la réduction marquée du ratio de la dette au PIB contribue à renforcer la crédibilité des deux politiques.

Un taux d'inflation bas et prévisible : un point d'ancrage crédible pour la politique monétaire

Lorsque la Banque du Canada et le gouvernement canadien ont annoncé conjointement l'adoption de cibles explicites de maîtrise de l'inflation en 1991, leur but était d'établir une trajectoire claire d'évolution de l'inflation à moyen terme afin d'aider les Canadiens dans leurs décisions économiques.

Pour prendre de meilleures décisions, les Canadiens devaient comprendre les intentions de leur banque centrale. La Banque se disait que les cibles, en permettant de mieux communiquer les objectifs précis de la politique menée, aideraient à mieux faire comprendre ses interventions au public. Elles fourniraient également une meilleure base d'évaluation de l'efficacité de la politique monétaire.

Je reviendrai plus loin sur l'importance des communications relatives à la politique monétaire.

Pour l'instant, j'aimerais parler des leçons que nous avons tirées de notre expérience de la poursuite de cibles d'inflation. Nous avons appris notamment qu'une politique monétaire crédible suppose un point d'ancrage crédible. Les cibles sont efficaces à cet égard parce qu'elles augmentent la prévisibilité de l'inflation et arriment solidement les attentes

d'inflation loin dans l'avenir.

Une fois que les attentes d'inflation sont bien ancrées, les investisseurs peuvent mieux estimer la valeur future de leurs placements. Les épargnants ont une meilleure assurance que leur pouvoir d'achat ne sera pas miné de façon imprévue par l'inflation. Les négociations salariales s'en trouvent facilitées et les arrêts de travail se font moins fréquents. La durée des accords salariaux et des contrats financiers peut être prolongée considérablement parce que les gens croient que l'inflation ne dépassera pas de beaucoup 2 % à moyen terme et qu'ils ne s'inquiètent pas indûment du risque d'une déflation. En somme, l'économie réelle fonctionne mieux et est plus stable.

La crédibilité accrue des cibles change également toute la dynamique du processus d'inflation. Les brusques variations temporaires des cours de l'énergie ou les fluctuations du taux de change, par exemple, ne se répercutent plus sur les autres prix et les salaires, comme ce fut le cas dans les années 1970 et 1980. Encore une fois, cela tient au fait que les attentes d'inflation sont bien arrimées.

Un des grands avantages d'une politique monétaire crédible fondée sur des cibles d'inflation a été d'aider l'économie canadienne à éviter les cycles de surchauffe et de récession semblables à ceux qu'elle a connus par le passé. En effet, en raison de sa nature prospective, un cadre axé sur la poursuite de cibles d'inflation a automatiquement un effet stabilisateur sur l'économie. Je m'explique.

Lorsque la demande est excessive, qu'elle pousse l'appareil de production aux limites de sa capacité et que l'inflation risque de passer nettement au-dessus du point médian de la fourchette cible, la Banque majore les taux d'intérêt afin de ralentir le rythme d'expansion de l'économie. À l'inverse, lorsque la demande est faible et que les pressions inflationnistes semblent vouloir se relâcher, comme cela s'est produit en 2001, la Banque abaisse les taux dans le but de stimuler l'économie, d'absorber les capacités excédentaires et de ramener le taux d'inflation au point médian.

Je tiens à souligner que le point médian de la fourchette de maîtrise de l'inflation que nous visons est bel et bien une *cible*, et non un plafond. En d'autres termes, nous accordons la même attention à tout écart important — positif ou négatif — par rapport au point médian de 2 %.

En réagissant de façon symétrique aux variations inattendues de la demande, notre système de poursuite de cibles d'inflation contribue à atténuer les sommets et les creux du cycle économique et à favoriser une croissance solide, et généralement moins variable.

À ce propos, j'aimerais insister sur le fait que notre mandat, tel que l'énonce le préambule de la *Loi sur la Banque du Canada*, n'est pas différent de celui de la Réserve fédérale américaine ou de ceux de beaucoup d'autres banques centrales. La *Loi* nous prescrit de mener la politique monétaire « pour atténuer, autant que possible par l'action monétaire, les fluctuations du niveau général de la production, du commerce, des prix et de l'emploi, et de façon générale

pour favoriser la prospérité économique et financière du Canada ». Le fonctionnement symétrique des mesures monétaires, qui va de pair avec notre cadre de poursuite de cibles d'inflation, constitue le meilleur moyen de maîtriser l'inflation et donc d'atteindre les objectifs de la *Loi* en matière de production et d'emploi. De plus, une politique monétaire qui permet de maintenir l'inflation à un niveau systématiquement bas, stable et prévisible est sans doute la meilleure contribution que nous puissions apporter à une croissance soutenue de la production et de l'emploi.

Voilà qui m'amène à un point essentiel, que j'ai mentionné tout à l'heure, à savoir la nécessité, pour la banque centrale, de communiquer les objectifs de la politique monétaire au public et aux marchés financiers. Là aussi, la poursuite de cibles d'inflation peut jouer un rôle important — à la fois en rendant les mesures de politique monétaire plus transparentes et compréhensibles et en amenant une banque centrale qui jouit d'autonomie à rendre compte de ses actes au public. Elle peut également donner aux marchés financiers une meilleure idée du comportement futur de la banque centrale.

Finalement, n'oublions pas qu'il faut de six à huit trimestres pour que les effets des mesures de politique monétaire se fassent sentir sur l'inflation. En raison de ce décalage, il est important, dans l'élaboration de la politique monétaire, d'accorder plus d'importance aux variations des prix qui agissent sur la tendance fondamentale de l'inflation et moins aux fluctuations temporaires des composantes très volatiles de l'indice des prix à la consommation. C'est pourquoi, à la différence de certaines autres banques centrales, nous avons choisi explicitement de centrer notre attention sur la tendance fondamentale de l'inflation et d'utiliser un indice de référence comme guide dans la conduite de la politique monétaire. Cet indice de référence exclut les huit composantes les plus volatiles de l'indice des prix à la consommation ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects. Je tiens cependant à préciser que nous ne pouvons minimiser ces variations temporaires de prix que si nous avons de bonnes raisons de croire qu'elles ne se répercuteront pas sur les autres prix et les attentes d'inflation. Si nous avons pu le faire, c'est que les cibles d'inflation ont contribué à asseoir la crédibilité de la politique monétaire et à ancrer les attentes d'inflation.

Cibles d'inflation et régime de changes flottants

Le tableau que je vous ai brossé du cadre de conduite de la politique monétaire du Canada serait incomplet si je ne parlais pas de l'autre élément essentiel qui le compose : notre régime de changes flottants.

La politique monétaire ne peut poursuivre qu'un seul objectif, à savoir le maintien de l'inflation à un bas niveau comme moyen de promouvoir le bien-être économique des Canadiens. Aussi avons-nous choisi, dans la poursuite de cet objectif, une cible d'inflation comme point d'ancrage de nos interventions. Et cela implique que nous puissions compter sur un taux de change flottant.

Je tiens à souligner que le Canada possède une économie petite et très ouverte, dont la structure de la production et du commerce diffère sensiblement de celle des États-Unis.

Un taux de change flottant est important car il aide notre économie à s'ajuster aux perturbations telles que les fluctuations de la demande et des cours mondiaux de nos produits. Il facilite aussi les ajustements aux modifications qui surviennent dans les flux d'épargne et d'investissements.

Au cours des dernières années, de plus en plus de pays sont passés à un régime de changes flottants et ont arrimé leur politique monétaire à des cibles d'inflation. Je vous ai donné aujourd'hui un aperçu de l'expérience vécue par le Canada dans ce domaine ainsi que de certaines des leçons que nous en avons tirées ces dix dernières années. J'espère que mes commentaires auront su jeter un éclairage utile sur cette question.

J'aimerais maintenant vous parler de l'évolution récente de l'économie canadienne et de ses perspectives d'avenir.

L'économie canadienne : évolution récente et perspectives

Les conséquences immédiates et les retombées des événements tragiques survenus en septembre ici même à New York, et ailleurs aux États-Unis, ont considérablement accru l'incertitude économique à l'échelle planétaire et accentué les effets du ralentissement mondial de l'activité qui était devenu plus manifeste durant l'été.

Dans ces circonstances, la Banque du Canada est intervenue rapidement et énergiquement en réduisant les taux d'intérêt, afin de limiter le plus possible l'incidence des attentats sur l'économie et de circonscrire la perte de confiance. Depuis septembre, nous avons retranché 200 points de base à notre taux cible du financement à un jour, ce qui porte à 375 points la diminution totale des taux opérée depuis le début de 2001.

Cet assouplissement monétaire substantiel, entrepris en 2001, fera sentir pleinement ses effets au fil de 2002 puis en 2003. De plus, les réductions d'impôt mises en œuvre au début de l'an dernier continuent d'apporter un soutien important à l'économie canadienne. Les dépenses consacrées au renforcement de la sécurité du pays stimuleront également l'activité. Les politiques monétaires et budgétaires se conjuguent donc pour fournir un appui appréciable à la tenue future de notre économie.

Ajoutons à cela qu'avec l'amélioration de la situation géopolitique et de la confiance des ménages observée en Amérique du Nord et en Europe depuis l'automne, il paraît maintenant plus évident que l'économie mondiale s'est ressaisie et que la croissance s'intensifiera au cours de l'année.

Pour ces raisons, la Banque du Canada s'attend à ce que l'économie canadienne gagne de la vigueur tout au long de 2002. Elle est d'avis que la croissance sera modeste au premier semestre — entre 1 et 2 % en taux annualisé — mais qu'elle s'accélérera au second semestre pour atteindre 3 à 4 % environ, avant de se raffermir encore en 2003.

Lorsque le rythme d'expansion de l'économie commencera à dépasser le taux de croissance de la production potentielle, plus tard cette année, les capacités excédentaires

importantes qui se sont accumulées au cours des derniers mois commenceront à se résorber. Malgré cela, le *volume* de la production de l'économie canadienne pourrait ne pas atteindre son *niveau* potentiel avant les derniers mois de 2003.

C'est pourquoi l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait se situer en moyenne un peu en deçà de 1 1/2 % durant la deuxième moitié de 2002. On prévoit que le taux d'accroissement de l'IPC global restera inférieur à celui de l'indice de référence jusque vers la fin de l'année, si les cours de l'énergie restent près de leur niveau actuel. Vu le profil de croissance de la production, la Banque s'attend à ce que l'inflation remonte à 2 % d'ici deux ans environ.

Les indicateurs récents de l'économie canadienne tendent à confirmer qu'une reprise est en train de s'amorcer. Les dépenses des ménages — notamment celles qui sont sensibles aux taux d'intérêt — ont été plus vigoureuses que prévu. Les exportations ont donné des signes d'amélioration dernièrement. La correction des stocks progresse. Et 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.

En outre, les données des comptes nationaux du Canada pourraient bien faire état d'une croissance économique légèrement positive pour le dernier trimestre de 2001 et le premier de cette année. Toutes les informations dont nous disposons laissent croire que la demande finale était plus forte que prévu au quatrième trimestre, et les chiffres de l'emploi pour janvier — très positifs — montrent que cette vigueur se poursuit. Autre fait digne de mention, le rythme d'accroissement de la production, en particulier dans le secteur manufacturier, n'a pas suivi celui de la demande finale durant les derniers mois de l'an dernier. C'est donc dire qu'une partie de la demande a été satisfaite par une réduction des stocks. Ces constatations sont de bon augure pour les prochains mois, puisqu'elles impliquent que la production va sans doute redémarrer. Ce facteur alimentera aussi l'élan que l'économie devrait afficher au cours de l'année.

Il ne faut pas croire pour autant que les perspectives de l'économie canadienne sont exemptes de risques et d'incertitude, ou que la Banque du Canada entend relâcher sa vigilance devant l'évolution de la situation. Bien que nous prévoyions un rebond des investissements fixes au second semestre de cette année, nous sommes tout à fait conscients que celui-ci est tributaire d'un raffermissement de la confiance des entreprises, notamment de celle des grandes multinationales. La vitesse et la force avec laquelle les profits et la confiance de ces entreprises se redresseront influenceront grandement sur la robustesse et la durabilité de la reprise générale de l'économie.

Nous pouvons dire, en résumé, que le Canada a accompli d'importants progrès sur le plan économique au cours de la dernière décennie. Notre politique monétaire bénéficie maintenant d'un solide point d'ancrage, et les attentes en matière d'inflation sont fermement arrimées. Nos finances publiques ont été assainies, et nous continuerons, même à brève échéance,

de réduire le ratio de la dette publique au PIB. Enfin, beaucoup de restructurations ont été entreprises, et d'autres le seront dans l'avenir.

Grâce à ces améliorations, le Canada a enregistré de meilleurs résultats économiques que beaucoup d'autres pays en 2001. Et si l'on ajoute à cela les signes encourageants d'une reprise de l'économie mondiale et le raffermissement de la demande intérieure finale, les perspectives s'annoncent favorables pour l'économie canadienne.

Si nous regardons au-delà des difficultés actuelles et considérons le potentiel de notre économie et les tendances plus positives qui se dessinent à long terme, je ne doute pas que nous irons de l'avant avec la conviction réaffirmée que de saines politiques macroéconomiques sont essentielles à la bonne tenue de l'économie.

Je vous ai abondamment parlé de la façon dont le Canada s'y prend pour maintenir l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible, à l'aide d'un cadre de conduite de la politique monétaire fondé sur une cible d'inflation et un régime de changes flottants. Ces deux éléments se conjuguent bien dans la pratique et même se renforcent mutuellement. L'approche que nous avons adoptée a donné des résultats extraordinaires au cours de la dernière décennie, et nous nous attendons à ce qu'elle demeure la pierre d'assise de notre prospérité future.