
Allocution prononcée par David Dodge
gouverneur de la Banque du Canada
devant la Chambre de commerce de London
London, Ontario
le 8 décembre 2003

Ajustements passés et tendances futures au sein de l'économie canadienne

Mesdames et Messieurs, bonjour. Je suis heureux de profiter de l'occasion qui m'est donnée aujourd'hui de visiter la « ville forêt » et d'honorer enfin votre invitation de longue date à m'exprimer devant vous.

Il est de coutume, dans les discours prononcés en fin d'année, de revenir sur les douze mois qui viennent de s'écouler, de faire un bilan des leçons tirées des événements et des expériences vécus durant cette période et de se pencher quelque peu sur l'avenir. Je suis devenu gouverneur de la Banque du Canada en 2001 et, chaque mois de décembre depuis, je me dis que nous ne sommes pas à la veille de voir une autre année comme celle que nous venons de traverser. En effet, 2001 a été marquée par l'éclatement de la bulle technologique et les attentats terroristes du 11 septembre aux États-Unis. L'an dernier, nous avons assisté aux séquences de la faillite d'Enron et d'autres cas de malversations au sein d'entreprises, auxquels s'est ajoutée la menace grandissante d'une guerre au Proche-Orient. Mentionnons aussi la glissade de notre monnaie à un seuil record face au dollar américain.

Pour ne pas être en reste, l'année 2003 a eu plus que son lot d'événements mémorables s'étant répercutés sur l'économie canadienne. Leur liste a presque des accents bibliques : une guerre, des épidémies sous la forme du SRAS et de la maladie de la vache folle, des incendies, des inondations, un ouragan et une panne générale d'électricité. Les Canadiens ont aussi eu à se préoccuper d'un choc d'une autre nature. Je veux parler de la vive montée de notre monnaie sur les marchés des changes. Ainsi, le dollar canadien est passé de moins de 64 cents américains en début d'année à plus de 76 cents à la fin de la semaine dernière, un mouvement sans précédent!

La Banque du Canada a suivi de près les effets économiques de ces différents événements, y compris de l'appréciation rapide de notre monnaie. Toutefois, afin de donner une meilleure idée de ce qui s'est produit au sein de notre économie depuis un an, je situerai aujourd'hui mes propos dans le contexte des tendances qui se dessinent à plus long terme.

Les ajustements des années 1990

Permettez-moi d'abord de rappeler l'état de notre économie au début des années 1990. Si, alors, l'inflation avait baissé par rapport aux très hauts niveaux du début des années 1980, elle n'en demeurait pas moins élevée selon nos critères actuels. Diverses méthodes, dont les mécanismes de contrôle des salaires et des prix et l'établissement d'objectifs pour la croissance de la masse monétaire, avaient été essayées pour favoriser l'instauration d'un climat d'inflation basse, stable et prévisible. Aucune de ces méthodes n'a fourni un point d'ancrage approprié à moyen terme pour les attentes d'inflation. Cette lacune a compliqué la tâche des entreprises et des particuliers désireux de former des projets à long terme avec quelque degré de certitude. Sur le plan budgétaire, la situation était plutôt sombre au début des années 1990 et allait en s'aggravant. Les déficits des administrations publiques ont fini par atteindre un sommet d'environ 8 % du PIB, et le niveau de la dette continuait à grimper. La situation était tout à fait intenable : des ajustements s'imposaient.

Le premier d'entre eux remonte à 1991, lorsque la Banque et le gouvernement canadien se sont mis d'accord pour adopter une série de cibles explicites de maîtrise de l'inflation (établies en fonction du taux d'augmentation de l'indice des prix à la consommation); celles-ci descendaient graduellement à 2 %, soit le point médian d'une fourchette allant de 1 à 3 %. Ce premier accord a été reconduit trois fois, la dernière entente en date se terminant à la fin de 2006. Dans chaque cas, le point médian de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation a été maintenu à 2 %.

Ce cadre a donné de bons résultats, dépassant même toutes les attentes. Le taux d'inflation avoisinait 2 % dès janvier 1992 et, de la fin de 1994 à ce jour, s'est maintenu en moyenne à presque tout juste 2 %. L'inflation ne s'est pas contentée de reculer, elle est aussi devenue plus stable. De fait, la tendance de l'inflation — mesurée par le taux d'accroissement de l'indice de référence de la Banque — est restée dans les limites de la fourchette cible quasiment tout au long des dix dernières années.

Fait tout aussi important, nous avons constaté qu'après quelques années de ce régime, les attentes d'inflation des Canadiens s'étaient alignées sur la cible de 2%. Et elles sont demeurées proches de ce taux au cours des dernières années.

Il ressort de tout cela que nous avons réussi, grâce à notre politique monétaire, à créer un climat économique où l'inflation se maintient à un niveau bas, stable et prévisible. Une politique monétaire crédible a entièrement transformé la nature du processus inflationniste. L'inflation elle-même est devenue plus stable, et cela a favorisé, à son tour, une plus grande stabilité et un meilleur fonctionnement de l'économie.

Le deuxième grand ajustement s'est amorcé véritablement au milieu des années 1990. Comme je l'ai indiqué, la situation budgétaire du Canada à cette époque était intenable. Les défis imminents posés par le vieillissement de notre population

venaient aggraver ce problème budgétaire immédiat. Il fallait placer les dépenses sur une trajectoire viable à long terme et viser la réduction progressive du ratio de la dette publique au PIB.

Vers le milieu de la décennie, les gouvernements — provinciaux et fédéral — ont commencé à prendre les mesures douloureuses qui s'imposaient pour équilibrer leurs comptes et alléger le fardeau de leurs dettes. Les dividendes de ces décisions difficiles ne se sont pas fait attendre. Dans la plupart des cas, le cercle vicieux de l'aggravation des déficits et de la dette a laissé place à un cercle vertueux d'équilibre des budgets et d'allègement de la dette. Cet ajustement budgétaire a contribué à renforcer la crédibilité de la politique économique du Canada et a fait baisser les primes de risque exigées par les investisseurs sur les obligations du gouvernement canadien. La diminution des taux d'intérêt a permis non seulement de réduire les coûts du service de la dette, mais aussi de stimuler la croissance, et, partant, elle a fait grossir les recettes de l'État.

Le gouvernement fédéral a annoncé dernièrement son sixième surplus budgétaire consécutif. Nos régimes publics de pension se portent mieux. Le ratio de la dette fédérale au PIB avoisine 44 %, comparativement au niveau très élevé de près de 70 % atteint précédemment. Selon l'OCDE, le ratio des emprunts de l'État au PIB est passé sous les 80 % approximativement après avoir atteint un sommet d'environ 100 %. Enfin, le Canada a retrouvé sa cote de crédit AAA.

Je ne voudrais pas laisser croire que le régime de cibles d'inflation et les ajustements budgétaires ont été les seuls facteurs dans l'amélioration globale du bilan économique du Canada. La restructuration difficile qui a dû être menée dans la foulée des accords de libre-échange, au cours des années 1990, a joué un rôle tout aussi important. Les entreprises et les travailleurs ont également consenti à des ajustements douloureux. Rien de tout cela n'a été aisé, mais le résultat est que notre économie est maintenant mieux à même de connaître une croissance soutenue et d'absorber les chocs, comme en témoigne la bonne tenue qu'elle a affichée ces dernières années au milieu de tous les événements que j'ai mentionnés dans mon introduction.

Permettez-moi maintenant de m'entretenir du rôle qu'a exercé le dollar canadien dans ce long processus d'ajustement. Chaque jour, un certain nombre de facteurs se conjuguent pour expliquer les variations de la valeur de notre monnaie sur les marchés des changes. Je m'en tiendrai toutefois aux tendances de fond. Sous cet angle, deux grands facteurs ont eu un effet significatif sur le comportement du dollar canadien dans les années 1990. Les administrations publiques ont opéré des compressions pour atteindre l'équilibre budgétaire, ce qui a amené un tassement de la demande intérieure. Et les prix des produits de base se sont fortement inscrits à la baisse durant la deuxième moitié de la décennie. Traditionnellement, les cours des produits de base non énergétiques et du dollar canadien affichent une corrélation plutôt étroite.

Devant ces deux facteurs, le régime de changes flottants en vigueur au Canada a servi d'amortisseur pour l'économie. Comment? Dans le climat de restriction budgétaire qui régnait alors et dans le contexte d'un assouplissement de la politique

monétaire, la baisse du cours de notre dollar a joué un rôle utile en stimulant la demande étrangère de produits canadiens à un moment où la demande intérieure était faible.

En plus d'amortir le choc causé aux producteurs de matières premières par le recul des prix des produits de base, la dépréciation de notre monnaie a accru la rentabilité d'autres secteurs, qui ont pu profiter de la signature des accords de libre-échange et du dynamisme de la demande extérieure pour prendre de l'expansion. Cette évolution a aidé à assurer au sein de l'économie un transfert de ressources des secteurs en perte de vitesse aux secteurs en croissance.

La dépréciation du dollar canadien dans les années 1990 a également modifié le coût relatif du travail et du capital. À l'époque, les ajustements structurels en cours avaient entraîné un important excédent de main-d'œuvre dans l'économie. En faisant augmenter le coût des machines et du matériel par rapport à celui du travail, la baisse du taux de change de notre monnaie a facilité l'absorption par les domaines en croissance d'une partie de la main-d'œuvre provenant des secteurs déprimés.

Les futures tendances économiques

Après ce bref retour sur les années 1990, voyons ce que nous réserve l'avenir. Quels sont les principaux enjeux auxquels nous devons faire face ces prochaines décennies? Quels ajustements faudra-t-il effectuer?

Je ne prétends pas prédire l'avenir, mais certains points me semblent assez évidents. Comme je l'ai déjà mentionné, l'évolution démographique constitue un enjeu des plus importants. L'économie canadienne doit se préparer aux départs à la retraite des baby-boomers. Selon les prévisions actuelles, la population canadienne en âge de travailler — soit les personnes de 15 à 64 ans — commencera à diminuer dans une quinzaine d'années.

Il y a deux conclusions à tirer de cette perspective démographique. La première est que nous devons continuer d'abaisser le ratio de la dette publique au PIB pour faire en sorte que le Canada soit en mesure de fournir le soutien nécessaire à sa population croissante d'aînés.

La seconde conclusion est que nous allons devoir procéder à des ajustements pour nous aider à composer avec une réduction imminente de la main-d'œuvre, qui se manifestera d'abord en chiffres relatifs, puis en chiffres absolus. De quels types d'ajustements parle-t-on? Il faudra certes veiller à ne pas dissuader le segment le plus âgé de la population en âge de travailler de rester actif. Mais, surtout, nous devons accroître notre productivité si nous voulons que les Canadiens puissent continuer à profiter d'une hausse de revenus.

Or, ces gains de productivité ne seront pas faciles à obtenir. Il conviendra de multiplier les investissements dans les machines et le matériel de pointe et d'utiliser davantage et mieux les technologies de l'information et des communications. Nous

devrons faire en sorte que les travailleurs détiennent les compétences et reçoivent la formation dont ils ont besoin pour tirer profit des technologies qui améliorent la productivité. Et nous devons adapter l'organisation de nos entreprises et nos méthodes pour maximiser le potentiel de ces nouvelles technologies et réduire les obstacles à leur application en milieu de travail.

Il faudra aussi nous efforcer de faire en sorte que nos politiques microéconomiques favorisent l'innovation et l'amélioration de la productivité au Canada, aussi bien dans le secteur public que dans le secteur privé.

Sur le plan macroéconomique, il ne faudrait pas croire que tous les chocs sont choses du passé. On a qu'à penser aux déséquilibres économiques qui se sont développés récemment, compte tenu des excédents élevés de la balance courante de certains pays d'Asie et de l'important déficit de la balance courante américaine. De plus, les déficits budgétaires se creusent en Europe comme aux États-Unis.

Que peut donc faire la Banque du Canada pour aider l'économie à se préparer à ces défis? Elle doit, avant tout, conserver le cadre de conduite de la politique monétaire mis en œuvre dans les années 1990. En d'autres termes, elle doit persévérer dans son engagement de maintenir l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible. Cela signifie que le régime de changes flottants en vigueur demeurera un élément important du cadre de conduite de la politique monétaire, lequel continuera d'aider notre économie à s'adapter aux conditions changeantes, aussi bien à l'intérieur qu'en dehors de nos frontières.

Évidemment, les taux de change n'évoluent pas toujours de façon aussi ordonnée que nous l'aurions souhaité ou prévu. Néanmoins, je maintiendrai ici ce que j'ai déjà dit à de nombreuses reprises : un régime de changes flottants est de loin la meilleure option qui s'offre à l'économie canadienne pour faciliter les ajustements économiques.

L'évolution économique récente

Je vais maintenant aborder la situation économique actuelle, en commençant par les perspectives d'inflation. Tel que nous l'indiquons dans la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire*, nous nous attendons à ce que le taux d'inflation baisse au Canada au cours des prochains mois. Il est probable qu'au début de la nouvelle année, l'inflation mesurée par l'indice de référence — dont sont exclues les huit composantes les plus volatiles de l'indice des prix à la consommation — s'inscrive près de la limite inférieure de notre fourchette de maîtrise de l'inflation, qui va de 1 à 3 %, avant de commencer à remonter vers les 2 %.

À la dernière date d'annonce préétablie, la semaine dernière, la Banque a décidé de ne pas modifier son taux directeur clé. Elle a fait alors état d'un certain nombre de facteurs qui l'ont incitée à réviser ses projections depuis la publication de la livraison du *Rapport* d'octobre. J'aimerais revoir ici quelques-uns de ces facteurs.

À la fin du mois de novembre, Statistique Canada a publié ses données sur les comptes nationaux pour le troisième trimestre. Celles-ci indiquent que, durant cette période, l'activité économique au pays ne s'est accrue que de 1,1 % en rythme annuel, ce qui est largement en dessous des attentes. Qui plus est, les chiffres des trimestres précédents concernant la croissance ont dû être révisés à la baisse. Ainsi, à la fin du troisième trimestre, l'économie canadienne fonctionnait encore plus en deçà des limites de sa capacité que nous ne l'avions escompté.

Dans le *Rapport*, nous disions nous attendre à ce que l'écart de production se résorbe et à ce que l'économie tourne de nouveau à plein régime d'ici le début de 2005. Un tel scénario serait compatible avec un retour de l'inflation à la cible de 2 % avant le milieu de la même année. Mais comme nous savons maintenant que l'écart de production est plus marqué que nous ne le prévoyions en octobre, il s'ensuit que l'économie devra croître plus rapidement au quatrième trimestre de 2003 et en 2004 pour que cet écart se referme d'ici le début de 2005.

Bien que la croissance ait été décevante plus tôt cette année, nous observons maintenant un certain nombre de signes encourageants qui laissent espérer un rebond prochain, lequel devrait d'ailleurs s'être amorcé dès ce trimestre. Je ne mentionnerai que trois de ces signes. Le premier est que la faiblesse du taux d'expansion au troisième trimestre, qui n'a été que de 1,1 % en glissement annuel, tient au fait que les entreprises ont répondu à la demande dans une large mesure à même leurs stocks. En fait, la demande intérieure finale s'est fortement accrue — de près de 6 % — grâce à la vigueur de la dépense des ménages et à la relance des investissements des entreprises. Ces derniers devraient favoriser une augmentation future de la production et, si la progression de l'emploi se maintient, la dépense des ménages devrait demeurer robuste.

Deuxièmement, la réduction des investissements en stocks est sans doute terminée. Donc, même si cet ajustement a entravé l'expansion au troisième trimestre, il n'y a pas de raisons que la situation se répète au quatrième. Nous nous attendons, en fait, à ce que la fin de la correction des stocks alimente la croissance au cours des trois derniers mois de l'année.

Enfin, nos exportations devraient être stimulées par le raffermissement de la demande étrangère, en particulier américaine. Rappelons que l'activité économique aux États-Unis a progressé au rythme annuel d'environ 8 % au troisième trimestre. Les exportateurs canadiens devraient pouvoir profiter de cet essor passé et du maintien d'un fort taux de croissance de l'activité dans ce pays au cours des prochains mois. Notre économie devrait aussi bénéficier du renchérissement des produits de base non énergétiques.

En somme, l'économie canadienne est appelée à connaître une croissance vigoureuse, et ce, dès ce trimestre. En fait, nous nous attendons à ce que l'expansion économique au quatrième trimestre se situe largement au-dessus de 4 %, en taux annualisé.

Néanmoins — et je tiens à insister sur ce point —, les répercussions de la vive appréciation qu'a connue le dollar canadien récemment soulèvent actuellement beaucoup d'incertitude. On ne sait pas précisément dans quelle mesure cette appréciation tempèrera les retombées du raffermissement de la demande étrangère que je viens de mentionner, ni si le degré de détente monétaire en place saura alimenter un accroissement suffisant de la dépense des ménages et des investissements des entreprises pour que l'économie tourne de nouveau à plein régime au début de 2005.

D'importantes données économiques seront publiées d'ici la prochaine date d'annonce préétablie, le 20 janvier. Elles nous donneront une meilleure idée de la manière dont se porte le secteur des exportations et de ce qu'aura été la dépense des ménages durant le temps des fêtes. Nous allons scruter toutes ces données futures à l'affût de signes indiquant que le rythme d'expansion de l'économie dépasse nettement celui de la production potentielle.

Conclusion

L'année qui s'achève a été, comme les deux précédentes, remplie de défis économiques « intéressants » pour le Canada et le reste du monde. Il serait tentant d'espérer que la nouvelle année soit un peu moins « intéressante » à cet égard. Mais quoiqu'elle nous réserve, l'essentiel est que nous ne dérogeons pas à notre perspective à long terme et que nous demeurions concentrés sur les défis qui nous attendent. Ainsi, nous devons apprendre à composer avec les changements démographiques, améliorer notre productivité et nous doter des bonnes politiques microéconomiques. À la Banque du Canada, nous restons fidèles à notre engagement de maintenir le cadre de politique monétaire solide qui nous aidera à relever les défis de demain. Il s'agit là d'une bonne nouvelle pour tous les Canadiens, et ce, peu importe de quoi les prochaines années seront faites.