

LE TEXTE PRONONCÉ FAIT FOI

**Allocution prononcée par David Dodge
gouverneur de la Banque du Canada
devant l'Association des banques étrangères aux Pays-Bas
Amsterdam, Pays-Bas
le 13 mai 2003**

Des politiques propices à la croissance à l'échelle nationale et internationale

Bonjour, Mesdames et Messieurs. J'avais très hâte de venir à Amsterdam, depuis que le gouverneur Wellink m'y a invité l'an dernier. Compte tenu de ce qui se passe depuis quelque temps sur la scène économique mondiale, je dois dire qu'il fait bon être Canadien lors de rencontres internationales, comme celle de la BRI à laquelle j'ai participé hier. Mes collègues des autres banques centrales ont maintes fois commenté la tenue relativement forte que l'économie canadienne affiche depuis deux ou trois ans. Je leur ai signalé que la chance y est sans doute pour quelque chose, mais que, fondamentalement, nous récoltons les fruits des efforts extraordinaires qui ont été déployés dans les années 1990 afin de mettre en place un cadre cohérent pour la conduite des politiques économiques. C'est d'ailleurs de ce cadre que j'aimerais vous entretenir en premier.

Les quatre principes de la politique économique

Précisons d'abord que tout le crédit de cette réussite ne revient pas uniquement aux Canadiens. Le cadre dont je parle a pris forme lors de discussions internationales, et il peut s'appliquer à toutes les économies nationales. Dans les années 1980, un consensus s'est dégagé parmi les pays de l'OCDE sur un ensemble de politiques économiques susceptibles de jeter les bases les plus solides possible d'une croissance économique soutenue. Ce consensus repose sur quatre principes. Ce sont la libéralisation des échanges commerciaux, une réforme structurelle, la prudence en matière de finances publiques et un taux d'inflation bas et stable. Je dirai quelques mots sur chacun d'eux, en m'inspirant de l'expérience canadienne des dernières années.

Voyons d'abord la question de la **libéralisation des échanges commerciaux**. Votre propre énoncé de mission souligne l'importance de la libre circulation des biens et des services ainsi que des capitaux et de la main-d'œuvre au sein de l'Union européenne. L'ouverture du commerce international aide les pays à tirer

un meilleur parti des gains découlant de la spécialisation et d'une amélioration de la productivité.

Le Canada défend le principe de la réduction des barrières au commerce multilatéral depuis la conférence de La Havane, en 1947, qui a donné naissance à l'Accord général sur les tarifs douaniers et le commerce (GATT). En 1989, notre pays a conclu un accord de libre-échange avec les États-Unis. Puis, en 1994, est intervenu l'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA), qui inclut le Mexique. L'une et l'autre de ces ententes ont soulevé au départ une vive controverse au Canada. Mais elles ont également ouvert les marchés et créé de formidables débouchés pour les entrepreneurs canadiens. Nos exportations connaissent depuis un grand essor.

La libéralisation du commerce ne se résume toutefois pas à l'établissement de blocs régionaux de libre-échange, tels que l'ALENA et l'Union européenne. Le Canada souhaite que les négociations multilatérales menées sous l'égide de l'Organisation mondiale du commerce dans le cadre de la déclaration de Doha débouchent sur des résultats concrets. Dans le domaine de l'agriculture et certains autres secteurs, il reste un long chemin à parcourir. Il importe de persévérer dans cette voie pour le bien de l'économie mondiale. Ce ne sera pas une mince tâche, mais, à long terme, le jeu en aura valu la chandelle.

Le deuxième principe du consensus des pays membres de l'OCDE a trait à la **réforme structurelle**. Le but visé ici est double : d'une part, accroître la flexibilité de nos économies afin qu'elles puissent s'adapter à l'évolution de la conjoncture économique mondiale et, d'autre part, assurer la viabilité à long terme de nos programmes sociaux, dont ceux concernant la sécurité du revenu. Une réforme structurelle est toujours une entreprise ardue, car elle touche les divers groupes de la société de façon différente et souvent douloureuse. De plus, les avantages économiques d'une flexibilité accrue ne se manifestent parfois qu'après un long moment. Mais ces contretemps ne doivent pas nous détourner de notre devoir de réduire les rigidités et d'accroître l'efficacité.

Au Canada, des progrès ont été accomplis sur plusieurs fronts. Le gouvernement fédéral a modifié son régime d'assurance-chômage en vue de mieux respecter les principes de l'assurance et d'améliorer l'employabilité de la main-d'œuvre. Le Canada a également pris des mesures pour atténuer les distorsions frappant le

système d'imposition du revenu des particuliers et réduit des deux tiers environ les subventions aux entreprises.

Plus récemment, le système de pension de l'État a été modifié en profondeur, pour permettre au pays de mieux se préparer aux pressions qui accompagneront inévitablement le vieillissement de sa population. Pour cela, il a fallu restructurer les prestations dans une certaine mesure et relever substantiellement les cotisations. Certes, ces décisions ont été impopulaires, mais elles étaient vraiment nécessaires. De plus, les gouvernements fédéral et provinciaux ont convenu de créer l'Office d'investissement du régime de pensions du Canada; il s'agit d'un organisme complètement indépendant du gouvernement dont le seul mandat est de placer les cotisations sur les marchés afin qu'elles génèrent le meilleur rendement possible à long terme, sous réserve de l'obligation de prudence. Des pressions d'ordre démographique se font également sentir — avec plus d'acuité peut-être — dans certains pays européens, où divers gouvernements ont eu à s'attaquer à ce problème ou le font maintenant.

Le troisième principe du consensus de l'OCDE concerne la **prudence en matière de finances publiques** et la nécessité d'une plus grande discipline dans la gestion des deniers publics. Durant la période qui a précédé le milieu des années 1990, les gouvernements provinciaux et fédéral du Canada enregistraient d'importants déficits budgétaires. Ces déficits s'accumulaient à mesure que les gouvernements continuaient d'emprunter, principalement pour financer la consommation courante. C'était là une situation intenable, aggravée par le vieillissement de notre population. Manifestement, il fallait placer les dépenses relatives aux programmes sociaux sur une trajectoire viable à long terme. Et, par conséquent, la politique budgétaire devait reposer sur un plan visant la réduction progressive du ratio de la dette publique au PIB. Cette tâche s'est avérée pleine d'écueils, et l'assainissement des finances publiques effectué durant les années 1990 a été ardu.

Enfin, les résultats sont là : le cercle vicieux des déficits et de l'endettement croissants s'est métamorphosé depuis en un cercle vertueux, caractérisé par l'équilibre budgétaire et le recul de la dette. La réduction et, au bout du compte, l'élimination du déficit public au cours des années 1990 a renforcé la crédibilité du Canada à l'échelle internationale, ce qui a favorisé une diminution des primes de risque exigées par les investisseurs. Grâce à l'amélioration des finances publiques, il a été

plus facile pour la Banque du Canada d'abaisser les taux d'intérêt quand les circonstances le justifiaient. Les bas taux d'intérêt ont fait chuter le coût du service de la dette, stimulé la croissance économique et haussé du même coup les recettes de l'État, permettant ainsi aux administrations publiques de redresser encore plus leur situation financière. Ce qu'il faut retenir, c'est que, si les mesures prises dans un premier temps pour corriger les finances publiques sont forcément douloureuses, elles sont indispensables si l'on veut pouvoir toucher un jour les dividendes des efforts d'assainissement.

Le quatrième principe est celui qui se rapporte le plus directement à la responsabilité première de la Banque du Canada, à savoir la politique monétaire. Les pays de l'OCDE ont convenu que la **stabilité des prix** est l'objectif que doit viser à moyen terme cette politique. Au Canada, nous nous efforçons d'atteindre ce but au moyen d'un système de poursuite de cibles d'inflation. En vertu d'une entente conclue avec le gouvernement fédéral en 1991, la Banque du Canada cherche à maintenir, à moyen terme, l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation à 2 %, soit le point médian de la fourchette de 1 à 3 % qu'elle vise.

Fait important, nous appliquons une approche symétrique dans la poursuite de nos objectifs en matière d'inflation. Ainsi, nous sommes aussi préoccupés lorsque la tendance de l'inflation tombe en deçà de la limite inférieure de la fourchette visée que lorsqu'elle dépasse la limite supérieure. Cette approche s'est révélée très efficace dans la réalisation d'un taux d'inflation bas, stable et prévisible au Canada. Adoptées après la période d'inflation élevée et variable ayant marqué les années 1970 et 1980, les cibles de maîtrise de l'inflation ont contribué à ancrer la politique monétaire. L'inflation est rapidement descendue à l'intérieur de la fourchette visée et les attentes d'inflation se sont arrimées sur la cible. Cela a contribué à atténuer les fluctuations du cycle économique et, de façon plus générale, a permis de consolider la croissance à long terme.

Voilà donc les quatre principes sur lesquels repose le consensus qui s'est dégagé au sein de l'OCDE au sujet des politiques économiques : la libéralisation des échanges commerciaux, une réforme structurelle, une politique budgétaire saine et une politique monétaire axée sur la maîtrise de l'inflation. Ces quelque dix dernières années, les Canadiens se sont appliqués à bâtir un cadre de conduite des politiques publiques fondé sur ces quatre principes. La mise en place d'un tel cadre ne s'est pas

fait sans mal; en effet, elle a exigé bon nombre de sacrifices économiques à court terme. Mais, comme on le sait, il faut souvent consentir des sacrifices dans l'immédiat pour améliorer sa situation à long terme. Le Canada récolte maintenant les fruits de ses efforts. Notre économie s'est avérée résistante face à tous les chocs négatifs qui ont frappé l'économie mondiale ces deux ou trois dernières années, à savoir la guerre, les actes de terrorisme, les inquiétudes soulevées par les pratiques de gouvernance et de comptabilité douteuses, et l'effondrement du secteur de la haute technologie.

Étant donné toute l'incertitude qui pèse sur l'économie mondiale, il est plus important que jamais que les différentes autorités nationales s'en tiennent à un cadre solide pour la conduite de leurs politiques économiques. Ce n'est qu'en tenant le cap que nous pourrions fermement mettre en place les bases d'une croissance soutenue à long terme.

Je ne voudrais cependant pas donner à entendre que la manière dont le Canada a mis en œuvre le consensus qui s'est établi entre les membres de l'OCDE est la seule qui soit valable ou que nous avons atteint la perfection en la matière. Il reste encore du travail à faire sur l'ensemble des quatre principes du cadre, surtout en ce qui concerne les politiques microéconomiques. Les décideurs devraient constamment être à la recherche de moyens d'améliorer la tenue de l'économie. Dans cet ordre d'idées, j'aimerais maintenant revenir sur la politique monétaire et parler brièvement du rôle possible des prix des actifs dans la formulation de cette dernière.

Les prix des actifs et la politique monétaire

Je tiens à souligner que, selon moi, notre cadre de conduite de la politique monétaire, fondé sur une cible explicite de maîtrise de l'inflation et un régime de changes flottants, est celui qui sert le mieux les intérêts du Canada. La monnaie flottante de notre pays facilite les ajustements économiques qui doivent s'opérer lorsque des chocs surviennent. Cela est particulièrement important dans le cas d'une économie relativement petite et ouverte comme la nôtre. Tout compte fait, le Canada possède un cadre de politique monétaire cohérent qui a fait ses preuves et grâce auquel nous disposons d'assises plus solides pour bénéficier d'une croissance vigoureuse à long terme.

Mais la forte chute enregistrée récemment par le cours des actions de tant d'entreprises de haute technologie — ce que l'on a appelé l'éclatement de la bulle

technologique — a mis en lumière le débat entourant le rôle joué par les prix des actifs dans la formulation de la politique monétaire. D'une certaine façon, il semble approprié que je parle de cette question ici, aux Pays-Bas, où est survenue une des plus célèbres bulles de prix d'actifs de l'histoire : la bulle du prix des tulipes au XVII^e siècle.

La montée et l'effondrement spectaculaires du prix des bulbes de tulipe qui se sont produits à cette époque montrent que les bulles de prix d'actifs peuvent avoir, lorsqu'elles éclatent, de graves répercussions sur l'économie d'un pays. On a tendance dernièrement, surtout aux États-Unis, à se demander si les banques centrales devraient essayer de casser les bulles spéculatives lorsque leur existence est constatée et avant qu'elles ne prennent trop d'ampleur. Soyons clairs : je ne suis pas d'avis que les banques centrales devraient essayer de cibler les prix des actifs de la même façon qu'elles visent un taux d'inflation en particulier. Et je ne pense pas qu'elles devraient se mêler de faire crever les bulles. Ce serait irréaliste. Cela supposerait que les banquiers centraux connaissent mieux que personne la juste valeur des actifs, ce qui n'est pas le cas.

La véritable question est plutôt de savoir quel est le rôle des prix des actifs dans la formulation de la politique monétaire. Les banques centrales, et je parle ici plus particulièrement de la Banque du Canada, tiennent compte de plusieurs façons des renseignements que renferment ces prix. Quand, à la Banque, nous établissons les taux d'intérêt, nous prenons en considération les effets liés au coût du capital et les effets de richesse, ainsi que l'incidence sur la confiance. De plus, il existe certains prix d'actifs, exprimés sous la forme d'écart entre les rendements des obligations bien cotées et des obligations moins bien cotées, qui donnent une indication des conditions du crédit au sein de l'économie, et c'est pourquoi nous nous y intéressons également. Les prix d'autres actifs, par exemple le coût des maisons neuves, entrent dans la composition de l'indice de référence que la Banque utilise pour mesurer la hausse des prix à la consommation et sont donc directement pris en compte.

De toute évidence, les fluctuations des prix des actifs jouent un rôle et entrent dans la formulation de la politique monétaire. Toutes ces manières d'envisager les prix des actifs nous informent sur l'évolution future de l'inflation au cours de l'horizon de 18 à 24 mois retenu pour l'atteinte de la cible d'inflation visée. Mais la question plus vaste qui se pose est de savoir si les prix des actifs peuvent renseigner

les banques centrales au sujet des pressions au delà de cet horizon à moyen terme. Et si tel est le cas, que faudrait-il faire?

Pour illustrer mon propos, laissez-moi vous donner un exemple concret. Prenons le cas d'une banque centrale qui poursuit une cible d'inflation et supposons que l'inflation est proche de la cible, mais que la demande est faible et que l'écart de production se creuse. En temps normal, pareille situation exigerait un assouplissement de la politique monétaire. Mais que faire si, en même temps, on observe des signes que les prix d'actifs tels que les actions ou l'immobilier dépassent de beaucoup la normale ou qu'il se produit une véritable poussée du crédit par rapport aux niveaux passés, ou encore qu'on assiste à un surinvestissement de nature spéculative? La banque centrale donnerait-elle alors à sa politique une orientation un peu plus restrictive qu'elle ne l'aurait fait sinon? Et si elle le faisait, cela permettrait-il de limiter la hausse des prix des actifs? La banque centrale devrait-elle courir le risque que l'inflation chute en deçà de la cible, afin de se prémunir contre une correction désinflationniste des déséquilibres financiers beaucoup plus prononcée par après? Il n'y a pas de réponses simples à ces questions, mais il faut continuer de s'y pencher attentivement.

Le rôle du taux de change

Il convient également d'examiner soigneusement ce qui constitue, de facto, une autre catégorie de prix d'actifs. Je veux ici parler du cours de la monnaie d'un pays, ou taux de change de cette monnaie. Cela est particulièrement le cas lorsqu'on assiste à de fortes variations de ce taux. Il s'agit donc d'une question qui nous concerne tous, étant donné le vif repli qu'a subi récemment la devise américaine par rapport au dollar canadien, à l'euro, à la livre sterling, au dollar australien et à d'autres monnaies.

Que signifie ce mouvement pour la Banque du Canada? Comme dans le cas d'autres actifs, la Banque ne dispose pas d'une cible pour le cours de la monnaie nationale. Celui-ci est déterminé par les marchés, et le taux de change flexible est un élément important de notre cadre de politique monétaire, comme je le disais plus tôt.

Ainsi, en formulant la politique monétaire à l'intérieur de ce cadre, la Banque tient compte de ces variations et des renseignements que celles-ci livrent au sujet de la demande et de l'inflation. Dans la mesure où ils influent sur les prix des

importations, les mouvements du taux de change doivent être pris en considération par la Banque parce qu'ils ont une incidence directe sur l'objet qu'elle vise, à savoir le taux d'inflation. Cependant, on a constaté ces dernières années que l'influence des variations du taux de change sur les prix est moins prononcée que par le passé. La Banque cherche également à déterminer quelles sont les principales causes de telles variations et si ces dernières sont à même de nous renseigner au sujet des facteurs agissant sur la tenue réelle de l'économie. Dans la mesure où le comportement du dollar canadien sur le marché des changes est le reflet des facteurs fondamentaux à l'œuvre chez nous, comme les bons résultats affichés par l'économie canadienne ainsi que le renchérissement et la demande accrue qu'ont connus les produits de base non énergétiques, il va de soi que nous devons le prendre en compte.

* * * * *

Je terminerai en rappelant que la poursuite d'un taux d'inflation bas, stable et prévisible est un élément essentiel du cadre de politique de l'OCDE, tout comme une politique budgétaire saine, une réforme structurelle et la libéralisation des échanges commerciaux. Selon moi, le débat concernant le rôle des prix des actifs dans la formulation de la politique monétaire ne devrait pas nous détourner des cibles d'inflation. Et j'espère que mon exposé montre bien que nous devons sans cesse chercher des moyens d'améliorer notre cadre de conduite des politiques économiques, de façon à pouvoir continuer de promouvoir une croissance et une prospérité durables.