

---

**Allocution prononcée par David Dodge**  
**gouverneur de la Banque du Canada**  
**devant la Chambre de commerce Canada-Royaume-Uni**  
**Londres, Royaume-Uni**  
**le 28 juin 2005**

---

## **L'ordre monétaire international et l'économie canadienne**

Comme vous entretenez des relations d'affaires à la fois avec le Canada et le Royaume-Uni, vous accordez naturellement une grande attention aux perspectives économiques de ces deux pays. À y regarder de près, il est d'ailleurs frappant de constater les nombreuses similitudes qui existent entre nos économies, tant pour ce qui est des politiques mises en œuvre que des perspectives qui les concernent.

Même si le Royaume-Uni compte environ deux fois plus d'habitants que le Canada, ces pays ont un certain nombre de caractéristiques très importantes en commun. Tout d'abord, ils sont relativement petits par rapport à leurs voisins respectifs, soit la zone euro et les États-Unis. Sur le plan macroéconomique, ils sont dotés d'un système de cibles d'inflation, soutenu par un régime de changes flottants. Leurs finances sont en bonne santé, surtout quand on les compare à celles de leurs imposants voisins, grâce à la rigueur budgétaire qu'ils appliquent depuis quelque temps déjà. Leurs économies sont relativement ouvertes et grandement tributaires du commerce international. Cela signifie que l'évolution de la conjoncture mondiale influe énormément sur la tenue économique de ces deux pays. J'aborderai donc en premier lieu les questions internationales — en particulier celle des déséquilibres mondiaux —, puis je vous entretiendrai de la façon dont l'économie canadienne s'ajuste aux événements qui se produisent à l'étranger.

### **Les déséquilibres mondiaux : causes et solutions**

Quand je parle de « déséquilibres mondiaux », je fais référence au déficit persistant et croissant de la balance courante des États-Unis, auquel font écho les excédents substantiels de la balance d'autres pays, notamment asiatiques. Même si le Canada et le Royaume-Uni n'ont pas contribué de manière importante au problème, ils feront partie de sa solution, quelle qu'elle soit. Et comme la croissance de nos économies respectives dépend du commerce international et de la stabilité financière mondiale, nous avons tout intérêt à ce que ces déséquilibres se résorbent de manière ordonnée.

Les déséquilibres mondiaux sont liés aux flux financiers engendrés par un mauvais appariement entre l'épargne et l'investissement à l'échelle internationale. En l'occurrence, depuis la fin de la dernière décennie, de nombreux pays ont accru leur épargne nationale de façon très marquée, pour différentes raisons, alors que les États-Unis réduisaient la leur et devenaient de plus en plus dépendants du financement étranger.

Pourquoi devrions-nous tant nous soucier de ces déséquilibres? Après tout, n'est-il pas salubre que les marchés permettent aux investisseurs, asiatiques et autres, de pallier l'insuffisance d'épargne aux États-Unis? En théorie, oui. Mais il y a trois aspects préoccupants dans la situation qui prévaut actuellement. Tout d'abord, ces flux financiers ne peuvent se maintenir indéfiniment, et il y a des risques que l'ajustement des marchés à leur tarissement soit abrupt. Ensuite, il paraît évident que l'épargne excédentaire qu'on observe en Asie pourrait y être employée à meilleur escient. Enfin, certains craignent que les déséquilibres actuels ne soient en train d'alimenter les velléités protectionnistes de certains États.

Il y a donc lieu de se demander comment nous pourrions favoriser une résorption harmonieuse des déséquilibres mondiaux. Au sein d'un même pays, l'épargne circule d'un secteur à l'autre et d'une région à l'autre sans grand risque de perturbation, parce que les mécanismes de marché — comme les variations des salaires et des prix relatifs ou encore du rendement relatif du capital — y opèrent librement. Ces mécanismes devraient aussi pouvoir fonctionner à l'échelle internationale, mais ce n'est malheureusement pas le cas. Les politiques inappropriées que suivent un certain nombre de pays empêchent ces mécanismes de fonctionner efficacement, de sorte que les déséquilibres continuent de se creuser. Nous savons que la dette extérieure des États-Unis ne peut grossir indéfiniment en proportion de son PIB, quand bien même la monnaie de ce pays constitue une monnaie de réserve. Les investisseurs commenceront tôt ou tard à résister à l'idée d'accroître leur risque de crédit face aux États-Unis. S'ils devaient le faire du jour au lendemain, il se pourrait que la croissance économique s'effondre et que les marchés financiers de par le monde deviennent désordonnés, ce qui menacerait la stabilité financière mondiale.

Les déséquilibres que je viens d'exposer étant un problème planétaire, il nous incombe à tous de réfléchir à leur résolution. Il n'y a pas de solution simple au mauvais appariement qui existe en ce moment entre l'épargne et l'investissement. Mais nous devons nous attaquer au problème créé par le fait que les montants d'argent que les ménages et les entreprises de la zone euro et de la plupart des pays asiatiques veulent épargner actuellement dépassent les sommes que les firmes de ces continents sont prêtes à investir. Compte tenu des politiques en place en ce moment, il se pourrait que cette situation persiste. En outre, la plupart des pays exportateurs de pétrole ont commencé à générer d'importantes épargnes nettes. Parallèlement, l'investissement recherché aux États-Unis dépasse de beaucoup l'épargne nationale désirée, mais il n'est pas certain que cela perdure.

Pour la prochaine décennie, donc, il y a des risques que nous nous retrouvions dans une situation d'offre excédentaire à l'échelle mondiale. C'est ce qui pourrait arriver faute d'une réaction appropriée de la part des pouvoirs publics, et plus encore si ces derniers recourent à des mesures protectionnistes. Dans le cas où ces risques se matérialiseraient, l'économie internationale amorcerait alors une période de croissance très lente, éventuellement ponctuée de périodes de récession pure et simple.

Je m'empresse de préciser que je ne fais pas là une prédiction. Je dis simplement que, s'il se concrétisait, ce scénario serait la conséquence des politiques inappropriées qui sont en vigueur dans beaucoup de pays. Un tel dénouement serait préjudiciable à l'ensemble des économies — canadienne et britannique comprises — même si nos propres pays appliquent des politiques saines. Il est manifestement dans l'intérêt de tous de discuter de ces questions, non pas

seulement dans son pays, mais principalement au sein de forums internationaux comme le Fonds monétaire international, le G7 et le G20.

Paradoxalement, la solution pour modifier les flux internationaux d'épargne et d'investissement réside dans les décisions de chaque pays pour assurer son propre bien-être. Si tous les pays adoptaient un cadre de politiques nationales adéquates, cela contribuerait passablement à écarter le danger que posent les déséquilibres mondiaux. Ces politiques vont bien au-delà des responsabilités dont est investi un banquier central. Je les mentionne toutefois parce qu'il est important d'en discuter plus globalement. Vous me permettez donc de consacrer quelques minutes à leur survol. J'évoquerai, pour commencer, des questions qui ne relèvent pas des banques centrales, puis je vous parlerai de la politique monétaire.

### *Des politiques appropriées pour stimuler la confiance*

La meilleure façon de pérenniser la croissance de la demande mondiale est que les autorités de tous les pays mettent en place des cadres qui procurent aux ménages et aux entreprises la confiance dont ceux-ci ont besoin respectivement pour consommer et investir. Examinons comment ce principe s'applique à la politique budgétaire. Chaque pays doit mener une politique budgétaire visant un ratio de la dette publique au PIB qui soit viable. Une telle approche donne aux entreprises et aux ménages l'assurance que la valeur de leur argent ne s'érodera pas au fil du temps, à cause d'une inflation élevée ou de taux d'imposition excessifs. Les pays où le ratio de la dette publique au PIB n'est pas viable devraient s'efforcer de le rendre tel, et ceux où il l'est, de le maintenir ainsi. Il va de soi que l'assainissement des finances publiques aux États-Unis est dans l'intérêt de l'économie de ce pays et qu'il contribuerait à la résorption des déséquilibres mondiaux. Plus généralement, des politiques budgétaires saines aident à stimuler la confiance des ménages et des investisseurs dans toutes les économies.

Par ailleurs, partout dans le monde les autorités doivent veiller à ce que les politiques nationales favorisent le bon fonctionnement des marchés des biens, des services, des capitaux et du travail. Tout particulièrement, il faut que les marchés du travail soient suffisamment flexibles pour faciliter le déplacement des travailleurs d'un secteur à l'autre, à mesure que l'économie s'ajuste en fonction des événements. Cela s'applique notamment à la zone euro, où la confiance est ébranlée par la rigidité des marchés du travail. En effet, les entreprises hésitent à embaucher lorsque les règles de marché sont trop contraignantes, et les ménages s'abstiennent de dépenser dans un contexte de taux de chômage très élevés. En encourageant la flexibilité des marchés intérieurs, les décideurs publics du monde entier pourraient raviver la confiance et stimuler la croissance. Les économies qui prendraient de telles mesures en profiteraient, et cela contribuerait à la correction des déséquilibres mondiaux.

Les pouvoirs publics doivent aussi reconnaître le rôle positif que joue un filet de sécurité sociale efficace. Je fais référence ici aux régimes publics d'assurance-emploi, de soins de santé et de pension. Les avantages d'un filet de sécurité bien rodé ne doivent pas être sous-estimés. Pensons aux pays à marché émergent d'Asie où de tels systèmes font défaut. Comme ils n'ont pas de filet de sécurité sociale, les citoyens de ces pays doivent disposer d'un niveau d'épargne très élevé pour parer aux risques de perte d'emploi ou de maladie et pour subvenir à leurs besoins une fois qu'ils se seront retirés de la vie active. Un filet de sécurité sociale adéquat permet de partager le risque, de sorte que les gens peuvent avoir une plus grande confiance en

l'avenir et n'ont pas autant besoin de constituer une importante épargne de précaution. Une poussée de la consommation en Asie aiderait certainement à corriger les déséquilibres. Bien sûr, pour être efficace un filet de sécurité doit réellement bien fonctionner. Je pourrais vous citer des exemples de filets de sécurité qui sont devenus tellement lourds qu'ils constituent de fait un obstacle, compromettant les perspectives de croissance. Certaines économies asiatiques sont aussi confrontées à un défi particulier, celui de faire en sorte que les bienfaits de l'accélération de la croissance et de l'augmentation des revenus soient mieux répartis dans l'ensemble de l'économie. Je reviendrai sur ce point dans un moment.

Il faut également que toutes les autorités appliquent des politiques qui aident le système financier de leur pays à tourner rondement. Cela est indispensable si l'on veut que ce système puisse remplir son rôle essentiel, qui consiste à canaliser l'épargne vers des investissements productifs. Celui-ci peut également soutenir la confiance en procurant aux ménages un accès adéquat au crédit. C'est pourquoi il est primordial que les économies de marché émergentes disposent de systèmes bancaires solides et efficaces. Cela a été clairement illustré par la crise asiatique de 1997-1998. Des organismes internationaux comme le Forum sur la stabilité financière se penchent sur cette question. Certes, il reste beaucoup à faire dans certaines économies de marché émergentes, mais je suis heureux de dire que nous avons observé des progrès dans de nombreux pays depuis quelques années.

Enfin, une politique monétaire appropriée est très importante. Celle-ci peut contribuer à inspirer confiance tant aux consommateurs qu'aux entreprises. La politique monétaire canadienne est arrimée à un régime de cibles d'inflation — système qui a également été adopté par la Banque d'Angleterre. La Banque du Canada vise à maintenir l'inflation à 2 %, soit le point médian d'une fourchette cible qui va de 1 à 3 %. Grâce à ce régime, non seulement l'inflation au Canada est-elle demeurée ces dernières années à proximité du taux visé, mais les attentes la concernant se maintiennent désormais aux alentours de 2 %. Résultat, les signaux du marché peuvent être transmis et reçus plus clairement, et les entreprises et les consommateurs canadiens peuvent avoir davantage confiance dans la valeur future de leur monnaie.

Notre régime de cibles d'inflation est conçu de façon à fonctionner symétriquement autour de notre cible, ce qui en est une caractéristique essentielle. Cela signifie que nous sommes tout aussi préoccupés lorsque l'inflation tombe au-dessous de la cible que lorsqu'elle la dépasse. En aidant l'économie canadienne à tourner près des limites de sa capacité, cette approche favorise une croissance vigoureuse et durable de la production et de l'emploi. Je ne prétends pas que tous les pays devraient adopter exactement le même système de cibles d'inflation que nous. Mais j'affirme qu'il est important que les banques centrales suivent des politiques qui visent à ancrer les attentes d'inflation à un certain niveau de manière à prévenir une montée des pressions tant déflationnistes qu'inflationnistes.

Comme je l'ai mentionné plus tôt, le Canada et le Royaume-Uni sont tous deux dotés d'un régime de changes flottants. On a beaucoup parlé récemment des taux de change flexibles en rapport avec certaines économies asiatiques — surtout la Chine — et les déséquilibres mondiaux. Les politiques de stimulation des exportations appliquées par certains pays d'Asie en vue d'alimenter la croissance, y compris celle consistant à arrimer leurs taux de change au dollar américain, se sont traduites par l'accumulation de réserves de change considérables et ont ainsi aggravé les déséquilibres à l'échelle du globe.

Il importe de souligner qu'en théorie, il n'y a rien de mal à ce que des pays optent pour un régime de changes fixes. En pratique, toutefois, un sérieux problème se pose. En effet, certains pays asiatiques, dont la Chine, s'efforcent de contrebalancer les conséquences sur leurs prix intérieurs de leurs interventions sur les marchés des changes en « stérilisant » celles-ci. Ce procédé entrave l'ajustement économique.

À la Banque du Canada, nous avons fait valoir que la Chine a grand intérêt, sur le plan économique, à faire flotter sa monnaie. En optant pour un régime de changes flexibles, elle aurait la possibilité d'orienter sa politique monétaire en fonction de considérations internes. Si elle laissait le taux de change du renminbi augmenter, le pouvoir d'achat de sa population à l'échelle mondiale s'élèverait aussi. L'ensemble de la société chinoise pourrait ainsi profiter des avantages découlant de l'intégration du pays à l'ordre commercial international; la consommation intérieure s'en trouverait stimulée, ce qui contribuerait à la résorption des déséquilibres mondiaux. Le flottement des monnaies ne pourrait à lui seul résoudre le problème des déséquilibres à l'échelle du globe, mais il s'agit d'un élément important de la solution.

Comme je viens de le signaler, le procédé consistant à contrebalancer les effets des interventions sur les marchés des changes retarde l'ajustement économique au sein des pays. Il retarde aussi l'ajustement à l'échelle internationale. Fait tout aussi préoccupant, ce genre d'intervention déclenche les velléités protectionnistes dans certaines sphères politiques. Des mesures dans ce sens seraient malavisées, car elles pourraient freiner la progression du commerce international qui est à l'origine de la hausse des revenus aux quatre coins de la planète.

C'est pourquoi il est si important que tous les pays unissent leurs efforts pour préserver et accroître la libre circulation des biens et des services. Ils y parviendront en menant à bien les négociations sur le libre-échange qui se déroulent dans le cadre de la déclaration de Doha et en donnant à l'Organisation mondiale du commerce les moyens de veiller à ce que les règles adoptées soient appliquées. Nous devons tous soutenir ces efforts et affirmer notre opposition au protectionnisme.

De plus, il est impératif que nous nous attelions à bâtir un ordre monétaire international adapté au XXI<sup>e</sup> siècle. Nous devons accroître l'efficacité du Fonds monétaire international afin qu'il puisse jouer le rôle crucial qui lui revient à cet égard. Cette question est d'une extrême importance, et j'en ai longuement parlé lors d'une allocution que j'ai prononcée à Montréal le mois dernier. Le texte de ce discours se trouve dans le site Web de la Banque du Canada.

## **L'évolution de l'économie canadienne**

Dans le contexte que je viens de décrire, quelles politiques devraient être mises en place pour aider l'économie du Canada à s'ajuster aux changements qui se produisent dans le monde? Bien que les déséquilibres soient inquiétants pour l'avenir, la croissance économique récente à l'échelle de la planète s'est avérée assez vigoureuse, grâce aux États-Unis et à la Chine. Cette croissance a entraîné une augmentation des cours mondiaux du pétrole et de nombreuses matières premières que produit le Canada. En conséquence, notre pays a enregistré une amélioration marquée de ses termes de l'échange — c'est-à-dire le ratio des prix que nous recevons pour nos exportations à ceux que nous payons pour nos importations. Cette progression

a contribué à élever les revenus réels et à stimuler la demande intérieure au pays. De plus, nous avons été fortement touchés par la vive appréciation qu'a connue notre monnaie par rapport au dollar américain au cours des quelque deux dernières années, en raison des effets considérables que celle-ci a eus sur de nombreux secteurs.

L'économie canadienne s'ajuste à ces forces économiques. On a pu observer une hausse des dépenses d'investissement de la part des entreprises des secteurs avantagés par la montée des prix sur les marchés mondiaux. On assiste également à un essor des investissements des entreprises des secteurs qui ne sont pas très ouverts aux échanges internationaux, essor attribuable à la forte croissance de la demande intérieure. Par ailleurs, les investissements dans le logement ont été considérables. Toutefois, dans d'autres secteurs largement tributaires du commerce international, des industries productrices de biens pour la plupart, les prix reculent ou n'augmentent que très lentement. Les entreprises de ces secteurs se ressentent de l'appréciation du dollar canadien et doivent, de surcroît, faire face à une intensification de la concurrence provenant d'autres régions du globe.

Ce qui est rassurant, c'est que bon nombre de firmes canadiennes procèdent aux ajustements requis. Elles investissent pour élever leur degré de spécialisation et leur productivité ainsi que pour abaisser leurs coûts. Puisque la majorité des machines et du matériel destinés à améliorer la productivité sont facturés en dollars américains, l'appréciation du dollar canadien a favorisé l'achat de tels outils par les entreprises du pays. Un nombre croissant d'entre elles cherchent à comprimer leurs coûts en important plus d'intrants, notamment en provenance de l'Asie. D'autres encore préfèrent délaisser la production des gammes de produits peu rentables.

Par l'intermédiaire de sa politique monétaire, la Banque du Canada facilite ces ajustements en maintenant l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible ainsi qu'en cherchant à faire fonctionner l'économie aussi près que possible des limites de sa capacité. Le tassement des exportations nettes provoqué par la vive appréciation du dollar canadien constitue un frein à la croissance économique au pays. Celle-ci est donc alimentée par la demande intérieure, elle-même soutenue par la détente monétaire. Dans sa livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*, la Banque prévoyait que la demande intérieure finale augmenterait de près de 4 % en 2005. Selon des données récentes, celle-ci a connu une progression supérieure aux prévisions au premier trimestre de l'année. Manifestement, la vigueur de la demande intérieure continue de compenser la faiblesse des exportations nettes.

Le 14 juillet, la Banque publiera la *Mise à jour du Rapport sur la politique monétaire*, dans laquelle elle exposera son point de vue sur la situation courante de l'économie canadienne. Nous en sommes actuellement, à la Banque, à réunir et à analyser l'ensemble des données sur les économies mondiale et canadienne sur lesquelles s'appuiera notre prochaine décision quant au taux directeur ainsi que la *Mise à jour* de juillet.

Notre dernière décision remonte à mai, et nous avons alors décidé de maintenir notre taux directeur, qui est le taux cible du financement à un jour, à 2 1/2 %. Nous avons alors indiqué que l'évolution des économies canadienne et mondiale était généralement conforme à nos attentes et que nos prévisions relatives à l'activité au pays jusqu'à la fin de 2006 demeuraient les mêmes que celles contenues dans le *Rapport sur la politique monétaire* d'avril. L'analyse présentée dans ce rapport est toujours valable. Il en va de même pour notre déclaration selon

laquelle, à la lumière de ces perspectives d'évolution de la croissance et de l'inflation, une réduction du degré de détente monétaire — c'est-à-dire une hausse de notre taux directeur — sera requise au fil du temps.

## **Conclusion**

J'aimerais conclure par deux réflexions. D'une part, il y a de bonnes nouvelles. L'économie canadienne, appuyée par un cadre robuste de conduite des politiques, s'ajuste aux forces à l'œuvre à l'échelle mondiale. Cet ajustement ne se fait pas sans difficultés, mais il s'opère, ce qui permettra au Canada de tirer son épingle du jeu dans les années qui viennent.

D'autre part, je désire vous mettre en garde contre une certaine complaisance. Nous faisons tous partie de l'économie mondiale et, par conséquent, sommes tous à la merci d'un bouleversement économique majeur, comme une correction désordonnée des déséquilibres internationaux. Nous devons agir ensemble maintenant afin de réduire au maximum les risques qu'une crise majeure ne survienne. Malgré la difficulté de cette tâche, il revient aux décideurs publics lorsqu'ils se rassemblent — que ce soit à Bâle, sous les auspices de la Banque des Règlements Internationaux, à Washington, à l'occasion d'une réunion du FMI, ou bien à une table du G7, comme celle qui se tiendra à Gleneagles dans quelques jours — d'œuvrer à la création d'un environnement qui favorise une croissance économique durable aux quatre coins du globe.