



**Discours prononcé par David Dodge
gouverneur de la Banque du Canada
devant le Canadian Club of Toronto
et l'Empire Club of Canada
Toronto (Ontario)
10 décembre 2007**

LE TEXTE PRONONCÉ FAIT FOI

Réflexions sur l'évolution du système financier canadien

Je suis heureux d'être de retour dans ma ville natale pour mon dernier discours public en tant que gouverneur de la Banque du Canada. Je viens en quelque sorte boucler la boucle puisque, il y a près de sept ans, c'est ici, à Toronto, que j'avais fait ma première allocution.

Le discours portant sur des questions liées au système financier que je prononce en fin d'année est devenu une tradition. Par « système financier », j'entends les institutions et les marchés financiers ainsi que les systèmes de compensation et de règlement par lesquels transitent les actifs financiers. Cette tradition a été établie en 2004 à l'occasion d'une réunion conjointe de l'Empire Club et du Canadian Club, alors que j'avais traité de la nécessité de promouvoir l'efficience économique au Canada.

Vous vous demandez peut-être pourquoi la Banque du Canada, dont la responsabilité à l'égard de la politique monétaire est bien connue, s'intéresse tant aux enjeux relatifs au système financier. La raison en est que ces deux domaines sont étroitement liés. Nous nous préoccupons beaucoup du système financier parce qu'une grave perturbation au sein de celui-ci entraînerait notre capacité de mener la politique monétaire, et parce que si l'on accroît l'efficience du système financier, on peut améliorer celle de la politique monétaire. Parallèlement, contribuer à la stabilité de l'économie grâce à une politique monétaire saine aide à réduire le risque d'instabilité du système financier. Je dirai quelques mots sur la politique monétaire un peu plus tard. Mais d'abord, j'aimerais dresser un bilan des sept dernières années, en particulier des sept mois qui viennent de s'écouler, et évoquer certains des événements qui ont eu des répercussions sur le système financier. Pour commencer, je donnerai un bref aperçu du rôle joué par la Banque au regard de ce dernier et passerai en revue quelques-unes des questions que j'ai abordées au cours des dernières années. Puis, je parlerai des perturbations que connaissent les marchés financiers depuis l'été et expliquerai comment les problèmes d'information ont concouru à cette turbulence. Enfin, j'examinerai les effets que ces événements continuent d'avoir tant sur les marchés financiers que sur les perspectives d'évolution de l'économie canadienne.

La Banque du Canada et le système financier

Si je prononçais ces discours sur le système financier vers la fin de l'année, c'était entre autres pour qu'ils coïncident avec la parution de la livraison de décembre de la *Revue du système financier* de la Banque. Ces discours visaient le même objectif que la

Revue, à savoir aider le public à mieux comprendre l'évolution et les tendances du système, mettre en évidence les vulnérabilités potentielles de ce dernier, attirer l'attention sur certaines des recherches de la Banque et susciter la discussion sur les enjeux liés au système financier en général. L'objectif ultime est de contribuer à établir un contexte propice à des politiques plus solides liées au système financier au Canada. La livraison la plus récente de la *Revue*, parue la semaine dernière, traite en grande partie de la turbulence sur les marchés qui a commencé pendant l'été.

La Banque s'attache activement à promouvoir à la fois la stabilité et l'efficience du système financier. J'ai déjà mentionné que l'instabilité financière peut nuire à la capacité de l'institution de mettre en œuvre la politique monétaire. Mais par-dessus tout, un système financier stable est essentiel pour qu'une économie fonctionne correctement. Au Canada, la responsabilité de la promotion de la stabilité financière est partagée par un certain nombre d'entités. Nos partenaires sont le ministère des Finances, le Bureau du surintendant des institutions financières, la Société d'assurance-dépôts du Canada ainsi que les organismes de réglementation et les commissions de valeurs mobilières provinciaux. La Banque est également le fournisseur ultime de liquidités destinées à faciliter le règlement des transactions financières et elle fait office de prêteur de dernier ressort auprès des institutions financières.

Malgré l'importance de l'efficience financière, il n'existe pas d'organisme unique chargé de la promouvoir. Qu'est-ce qu'un système efficient? C'est un système qui aide à tirer le meilleur parti possible, à un coût avantageux, de ressources économiques limitées. Grâce à un système financier efficient, les investisseurs peuvent obtenir les meilleurs taux de rendement (corrigés en fonction du risque) du capital investi, et les emprunteurs, réduire au minimum les coûts de financement. Les inefficiences peuvent retarder l'investissement et entraver la croissance économique.

La Banque du Canada contribue à l'efficience du système financier au moyen de la politique monétaire, qui est axée sur le maintien de l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible. Elle a aussi pour rôle, en vertu de la loi, de surveiller les plus importants systèmes de compensation et de règlement du pays. Ces systèmes ont été conçus pour que le règlement des paiements de grande valeur ou des opérations sur titres se fasse en temps réel, avec des liquidités relativement faibles. Cela permet de libérer des ressources et de les affecter à des fins plus productives.

Au cours des quatre dernières années, j'ai tenté de mettre en lumière d'importantes questions d'efficience qui se posaient pour le Canada. En 2004¹, j'ai parlé de la nécessité de favoriser l'efficience de nos institutions financières en affirmant que notre cadre de politiques devrait encourager la concurrence et ainsi stimuler l'innovation, tout en donnant à nos institutions la latitude nécessaire pour accroître leur efficience. Il reste encore beaucoup à faire pour encourager l'innovation, la concurrence et l'efficience.

¹ David Dodge, « L'efficience du système financier : une nécessité pour le Canada » (Banque du Canada, 2004)

J'ai aussi traité du besoin d'améliorer la réglementation des valeurs mobilières au Canada afin qu'elles soient régies par des lois et des règlements uniformes, fondés sur des principes identiques pour tous, mais qui tiennent compte de la diversité de la taille et de la complexité des entreprises. Il n'y a pas eu autant de progrès que je l'aurais souhaité. C'est pourquoi le Canada risque d'assister à l'érosion de ses marchés de capitaux au profit d'autres centres financiers.

Je me suis aussi prononcé sur la nécessité d'améliorer l'application de la réglementation du commerce des valeurs mobilières, parce que les marchés sont plus efficents lorsque les règles et les principes qui les régissent sont clairs, transparents et raisonnables, et que leur application ne fait pas l'ombre d'un doute. Certains progrès ont été réalisés à cet égard, et je salue l'engagement de la GRC à améliorer ses pratiques et à mettre en œuvre bon nombre des recommandations énoncées par Nick Le Pan dans le rapport qu'il a publié la semaine dernière. Toutefois, il est essentiel d'améliorer la coopération et la coordination des efforts des commissions de valeurs mobilières, des organismes d'application de la loi, des procureurs de la Couronne ainsi que des ministres de la Justice et des procureurs généraux.

Une autre des questions d'efficience que j'ai soulevées est l'obligation de renforcer les cadres législatif, réglementaire et comptable des régimes de pension privés à prestations déterminées au Canada, afin que les risques soient gérés adéquatement². Les fonds de pension peuvent générer d'importants gains sur le plan de l'efficience économique. Ils contribuent à une affectation plus efficiente de l'épargne; ils sont administrés par des gestionnaires qui ont intérêt à investir dans des catégories d'actifs variées et qui ont la capacité de le faire; et grâce à leurs placements à très long terme, ces fonds peuvent être utilisés pour financer des projets d'investissement à longue échéance à des taux de rendement concurrentiels. Un examen de la réglementation des régimes de retraite est en cours, tant au niveau provincial que fédéral. Si, tous ensemble, nous pouvons prendre les mesures appropriées, les promoteurs auront l'incitation nécessaire pour gérer les risques efficacement, ce qui augmentera la viabilité de nos régimes de pension privés à prestations déterminées et à participation volontaire, dans l'intérêt des travailleurs et des entreprises du Canada et dans celui de nos marchés de capitaux.

Ces enjeux sont déterminants pour les perspectives économiques du pays. Le rôle de la Banque du Canada a été de fournir les recherches et les analyses à l'appui des politiques publiques dans ces domaines. Je suis persuadé que ce travail se poursuivra à la Banque dans les années à venir. Il appartiendra aux autorités compétentes d'agir en fonction des résultats de ces recherches et de faire avancer ces dossiers.

Au cœur d'un grand nombre des questions que je viens de mentionner se trouvent des problèmes liés à l'information. En effet, l'une des leçons clés que nous avons tirées des sept derniers mois est le fait que les asymétries d'information peuvent provoquer ou amplifier des perturbations sur les marchés financiers. Permettez-moi maintenant de

² David Dodge, « L'efficience économique et financière : l'importance des régimes de pension » (Banque du Canada, 2005)

traiter de ces événements récents et d'expliquer comment les problèmes d'information ont concouru à la turbulence sur les marchés.

Les dislocations des marchés et le rôle de l'information

Pour vraiment comprendre ces événements, il importe de les situer en contexte. La livraison de décembre de la *Revue du système financier* en donne un compte rendu détaillé. Les marchés financiers ont été en proie à des turbulences alors que l'économie mondiale affichait un dynamisme remarquable. Par ailleurs, la demande de biens et de services canadiens demeurait vigoureuse, ce qui se traduisait par une amélioration marquée de nos termes de l'échange et contribuait à soutenir notre dollar.

En dépit de ce contexte positif, des signes laissaient présager que l'économie mondiale pourrait être confrontée à des difficultés. Dès 2003, la Banque a exprimé son inquiétude au sujet des déséquilibres mondiaux³. Le niveau élevé d'épargne désirée à l'échelle du globe comparativement à l'investissement souhaité a naturellement exercé des pressions à la baisse sur les taux d'intérêt réels à long terme, alors même que les banques centrales de par le monde relevaient leurs taux directeurs à court terme.

Le recul des taux d'intérêt à long terme a poussé les investisseurs à accroître leur demande d'actifs plus risqués, et donc plus rémunérateurs. Cette recherche de meilleurs rendements a mené à un resserrement des écarts entre les taux des actifs risqués et ceux des obligations d'État. L'ampleur et la persistance de ce resserrement ont été telles qu'un grand nombre de banques centrales ont commencé à se demander si ces écarts reflétaient adéquatement les risques de crédit en cause. La Banque du Canada a d'ailleurs souligné ce risque précis dès 2004, dans la livraison de juin de la *Revue du système financier*⁴. Une hausse des primes de risque apparaissait nécessaire, mais on s'interrogeait surtout sur la façon dont cet ajustement s'opérerait.

Outre la nécessité d'une réévaluation du risque, d'autres facteurs ont contribué aux perturbations des marchés que l'on observe depuis cet été. Les initiateurs de prêts – tant les banques que les institutions non bancaires – étaient de plus en plus nombreux à choisir de titriser leurs créances sous la forme de produits hautement structurés adossés à des actifs dont certains comportaient un effet de levier très important. Ces produits étaient souvent vendus en différentes tranches offrant divers niveaux de protection contre le risque de défaillance. Pareilles structures permettaient d'intégrer des caractéristiques de prêts à faible risque à des actifs plus risqués. Le recours accru à des produits structurés à effet de levier a été d'abord observé dans les grands centres financiers comme New York et Londres, même si, à la longue, des institutions non bancaires ont commencé à vendre ces produits ailleurs, notamment au Canada. La facilité avec laquelle ces produits hautement structurés trouvaient preneur a stimulé la demande d'actifs plus risqués, entre autres des prêts hypothécaires à risque aux États-Unis, ce qui a contribué à son tour à l'assouplissement à l'échelle mondiale des normes en matière d'octroi de prêts.

³ David Dodge, « Ajustements passés et tendances futures au sein de l'économie canadienne » (Banque du Canada, 2003)

⁴ Banque du Canada, *Revue du système financier* (juin 2004), p. 4

Parfois, les initiateurs de ces prêts étaient moins incités à évaluer avec soin la solvabilité des emprunteurs, puisque, dans bien des cas, ils cédaient la totalité des prêts qu'ils avaient consentis. Dans ces conditions, une fois les prêts titrisés et vendus, ils n'avaient plus à assumer les conséquences d'une défaillance des emprunteurs. Je reviendrai sur cette question tout à l'heure. Pour le moment, je me bornerai à dire que ce relâchement des normes d'octroi de crédit, combiné à l'ingénierie financière, contribuait à rendre le crédit encore plus abondant.

La titrisation n'est pas un procédé nouveau. Les titres adossés à des prêts hypothécaires, à des créances sur cartes de crédit ou à d'autres types d'actifs existent depuis des années. D'ailleurs, l'apparition d'un marché « standard » de titres adossés à des actifs a joué un rôle important, en permettant une expansion du crédit par le truchement du marché. Au début, ce marché s'est développé de façon assez transparente, en ce sens que la nature des actifs sous-jacents et les risques connexes étaient clairs. Au Canada, par exemple, un investisseur pouvait savoir avec certitude que les prêts hypothécaires auxquels un titre était adossé répondaient aux normes de crédit de la Société canadienne d'hypothèques et de logement, ou avoir l'assurance que la qualité des créances sous-jacentes d'un instrument était suffisamment élevée, quand une banque ou un détaillant n'hésitait pas à mettre sa réputation en jeu en offrant ce placement à sa clientèle. Ces titres classiques adossés à des actifs existent toujours et demeurent une importante source de financement de qualité accessible sur les marchés.

Plus récemment, toutefois, nous avons vu apparaître des produits structurés de plus en plus complexes, conçus pour répondre à la demande de rendements plus élevés. Et plus ces titres gagnaient en complexité et en opacité, plus il devenait difficile, dans bien des cas, de rassembler et de comprendre l'information nécessaire pour déterminer la nature des actifs sous-jacents, la qualité de ceux-ci et le risque de contrepartie en jeu.

Le dernier point qu'il convient de souligner à cet égard concerne la façon dont le prix de ces produits complexes est fixé. Ces titres sont rarement négociés sur le marché secondaire, de sorte que leurs cours ne sont pas très transparents. La valeur de la plupart des titres hautement structurés est déterminée à l'aide de modèles statistiques. Or, ces derniers ne fournissent généralement que des valeurs estimatives, qui peuvent varier énormément lorsque l'on modifie les hypothèses de base. De fait, beaucoup de ces modèles supposent que les actifs auxquels sont adossés ces titres peuvent être échangés aisément sur un marché secondaire liquide – une hypothèse qui, on le sait, n'est pas toujours valide. C'est pourquoi il devient très difficile d'attribuer une valeur ferme à un titre en particulier à un moment donné.

Comme nous le voyons bien aujourd'hui, de nombreux facteurs ont rendu les marchés du crédit vulnérables aux récents bouleversements. Le relèvement des primes de risque dont j'ai parlé plus tôt était, en fait, déjà en cours avant août. À la fin du printemps, les écarts de taux sur les obligations de sociétés moins bien cotées avaient commencé à s'élargir et à se rapprocher de leurs moyennes historiques. À mesure que l'été avançait, cependant, nous assistions à une augmentation des taux de défaillance et des probabilités de défaut de paiement sur les prêts hypothécaires à risque aux États-Unis. Par conséquent, les pertes anticipées par les détenteurs des titres adossés à ces prêts étaient

aussi en hausse. Étant donné la complexité et l'opacité de certains de ces titres, il est extrêmement difficile pour les investisseurs, même avertis, de déterminer avec confiance la qualité des actifs auxquels est adossé un titre en particulier, ainsi que la valeur de marché du titre lui-même. Dans ces circonstances, l'incertitude a provoqué un phénomène de contagion et des bouleversements sur les marchés monétaires de manière plus générale, même sur les marchés qui n'ont aucun lien avec les prêts hypothécaires à risque aux États-Unis. La liquidité, pourtant jugée trop élevée peu de temps auparavant, est devenue très faible. Certains investisseurs ont découvert que les actifs qu'ils croyaient liquides étaient en fait gelés. Les investisseurs sont soudainement devenus très réfractaires au risque, ce qui a fait bondir la demande d'actifs les moins risqués, tels que les obligations d'État et les bons du Trésor.

De toute évidence, le manque de transparence et les problèmes d'accès à l'information ont contribué aux turbulences que le marché connaît depuis. La réévaluation du risque de crédit à l'échelle internationale est plus longue à s'opérer que beaucoup d'entre nous ne l'avions d'abord pensé, parce qu'il faut plus de temps que prévu pour remonter aux actifs sous-jacents de certains de ces instruments complexes et opaques et pour déterminer la valeur des actifs eux-mêmes. De plus, on ne connaît toujours pas précisément la part de ces titres que les banques détiennent, ni le volume ou la valeur de ceux qu'elles pourraient être obligées de conserver dans leur bilan. Cette incertitude est venue agraver les problèmes sur le marché du financement interbancaire mondial, mais grâce à la robustesse de leurs bilans, les banques canadiennes ont été relativement épargnées. On peut encore s'attendre à ce que les forces du marché finissent par venir à bout de ces problèmes au fil du temps. Mais les marchés ont besoin d'information pour fonctionner de manière efficiente. Il est donc dans l'intérêt des participants aux marchés de veiller à ce que les parties aient accès à tous les renseignements dont elles ont besoin.

Partout dans le monde, les marchés des produits structurés adossés à des actifs demeurent soumis à des tensions. Au Canada, les problèmes ont été particulièrement aigus sur le marché du papier commercial structuré non bancaire adossé à des actifs. L'information requise pour bien évaluer le prix de ces produits ne fait que commencer à devenir disponible. À la lumière de cette information, les investisseurs et les fournisseurs d'actifs et de liquidités poursuivent leurs efforts en vue de conclure des ententes de restructuration.

Il est à prévoir que, dorénavant, les investisseurs exigeront plus de transparence là où elle fait défaut actuellement. Les vendeurs d'instruments financiers devront alors structurer leurs produits de façon à ce que les acteurs du marché puissent avoir une idée claire de ce qu'ils achètent. Mais fondamentalement, il faut que les investisseurs s'efforcent davantage d'effectuer des recherches approfondies afin de mieux comprendre la nature de leurs investissements. Autrement dit, ils doivent exiger l'accès à une information appropriée pour pouvoir faire eux-mêmes leurs devoirs et s'astreindre à faire ces devoirs. Je suis d'avis que les résultats souhaités viendront en grande partie de l'action des forces naturelles du marché en réponse à ces événements. Par exemple, lorsque les investisseurs exigeront des taux de rendement beaucoup plus élevés pour des

produits opaques, les vendeurs seront fortement incités à offrir des produits plus transparents.

Permettez-moi de parler brièvement du rôle que jouent les agences de notation du crédit dans ce contexte. Un article de la livraison courante de la *Revue du système financier* traite des enjeux liés à la réforme possible du processus de notation du crédit⁵. Une chose est sûre : les agences de notation auront avantage, à l'avenir, à expliquer plus clairement les motifs et les limites des cotes qu'elles attribuent aux produits hautement structurés. Des mécanismes naturels d'autocorrection du marché sont à l'œuvre et devraient aider ces agences à améliorer leurs processus à l'avenir. Et il est probable que celles qui n'intensifieront pas leurs efforts en ce sens se retrouveront avec moins de clients prêts à payer pour leurs services. Je crois savoir que la plupart des agences travaillent à une telle amélioration.

Cela dit, on ne saurait tenir les agences de notation responsables du manque d'information au sujet des produits structurés complexes qui ont été vendus à des investisseurs très avertis sur le marché dit « dispensé ». Sur le marché des titres au détail, les organismes de réglementation imposent des exigences très strictes en ce qui a trait à l'information qui doit être communiquée dans un prospectus ou une offre de souscription. Mais de telles exigences ne s'appliquent pas au marché dispensé. À mon avis, des règles fondamentales en matière de divulgation de l'information devraient s'appliquer à tous les marchés. Et comme les titres destinés au marché dispensé doivent ordinairement être assortis d'une cote de crédit, une façon de veiller à ce que les renseignements appropriés soient disponibles pourrait être d'obliger les émetteurs à rendre publiques les informations qu'ils fournissent déjà aux agences de notation. Ainsi, les investisseurs auraient accès à l'information dont ils ont besoin pour prendre des décisions éclairées.

Par ailleurs, nous devons nous pencher sur la façon de donner aux initiateurs de prêts les motivations voulues afin que la qualité du crédit soit préservée et que le crédit soit évalué comme il se doit. J'ai mentionné précédemment que, dans certains cas, la création de prêts destinés principalement à une titrisation immédiate décourageait les initiateurs de maintenir des normes en matière de crédit. Comme les initiateurs de prêts étaient à l'abri du risque de défaillance une fois les créances entièrement titrisées et vendues, rien ne les incitait à évaluer rigoureusement la solvabilité de l'emprunteur. Il se peut que les forces naturelles du marché parviennent dans une large mesure à rétablir ces incitations. Il est néanmoins permis de se poser la question suivante : existe-t-il des façons de favoriser un meilleur usage de la titrisation ? Il pourrait être possible, par exemple, que les titres adossés à des actifs portent en quelque sorte une « marque » ou soient accompagnés d'une forme de « certificat d'origine », qui inciteraient l'initiateur des prêts à faire preuve d'une grande prudence dans l'établissement des créances destinées à la titrisation. Une autre option serait d'encourager les initiateurs à conserver dans leurs livres une part substantielle de la tranche la plus risquée du produit qu'ils vendent.

⁵ Zelmer, Mark. « La réforme du processus de notation financière », Banque du Canada, *Revue du système financier* (décembre 2007), p. 53-58.

Les implications pour la politique monétaire et l'économie

Permettez-moi de parler maintenant de l'incidence que les récentes perturbations du marché ont eue sur notre travail à la Banque du Canada et sur l'économie du pays. Pour la Banque, les implications ont été doubles. D'une part, nous avons procédé à des opérations de prise en pension et veillé à ce que les banques canadiennes aient accès à notre mécanisme permanent d'octroi de liquidités, si bien que ces dernières ont pu combler leurs besoins de financement à un jour lorsque des difficultés se sont présentées. Toutes les banques centrales assument ce rôle, et il continuera d'en être ainsi. Mais à la lumière des événements récents, la Banque évalue actuellement l'opportunité de se doter d'une facilité qui lui permettrait de fournir des fonds à une échéance de plus d'un jour, dans les cas où surviendraient certains problèmes de liquidités. Nous examinons aussi les changements qui seraient requis pour permettre à la Banque d'accepter une plus vaste gamme de titres aux fins des prises en pension.

L'autre rôle que joue la Banque est, bien sûr, de mener la politique monétaire de façon à maintenir l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible. Nous veillons activement à ce que le système financier dispose de liquidités suffisantes pour que le taux du financement à un jour – notre taux directeur – demeure proche de la cible visée. Depuis l'été, toutefois, nous voyons se creuser l'écart entre les taux du marché à court terme, notamment celui du papier commercial, et notre taux cible du financement à un jour. Ce facteur est important, car les taux du marché à court terme constituent un maillon clé de la chaîne de transmission des mesures de politique monétaire, par laquelle une variation de notre taux directeur influe sur le coût du crédit, la dépense, la production, l'emploi et, finalement, le taux d'inflation.

Ces écarts plus larges ont persisté, et ils traduisent un resserrement des conditions du crédit au Canada. Ce resserrement a résulté de l'intensification des difficultés sur les marchés financiers au cours des dernières semaines, et de la hausse des coûts de financement des banques à l'échelle internationale. Par ailleurs, les perspectives d'évolution de la demande d'exportations canadiennes sont soumises à un risque accru, en raison de la détérioration des perspectives de l'économie américaine et, en particulier, du secteur américain du logement. L'incertitude entourant tous ces facteurs a créé une volatilité exceptionnellement élevée sur les marchés financiers et monétaires internationaux.

Si des risques à la hausse pèsent encore sur la projection relative à l'inflation au Canada, la Banque juge, compte tenu de tous ces facteurs, que la résultante des risques associés à sa projection d'octobre liée à l'inflation s'inscrit maintenant en baisse. À la lumière de ce changement, la Banque a décidé d'abaisser le taux cible du financement à un jour la semaine dernière. D'ici à notre prochaine décision concernant le taux directeur, en janvier, nous évaluerons l'évolution économique et financière dans son ensemble ainsi que la résultante des risques, et nous présenterons une projection complète au sujet de l'économie et de l'inflation.

Conclusion

Mesdames et messieurs, comme vous le savez, je terminerai mon mandat comme gouverneur de la Banque à la fin de janvier, au terme de plus de 35 années passées dans

le domaine des politiques économiques au sein de la fonction publique. Ce discours étant mon dernier à titre de gouverneur, j'ai cru opportun de le conclure en évoquant trois des plus importantes leçons que j'ai apprises – comme de nombreux Canadiens sans doute – au cours de cette période.

La première leçon, c'est que les particuliers, comme les entreprises, doivent être toujours prêts à s'adapter rapidement aux nouvelles conditions économiques mondiales. L'évolution de la conjoncture internationale étant impossible à prédire, nous devons être préparés à faire face au changement et à saisir les possibilités nouvelles dès qu'elles se présentent. Je dirais même qu'il est peut-être plus important encore que nous renoncions aux activités qui ne sont plus justifiées économiquement, aussi difficile et pénible soit l'ajustement. Refuser de s'adapter n'est pas un choix envisageable. Au bout du compte, il s'avère moins pénible de procéder à des ajustements rapides que d'entretenir des activités où nous n'avons plus d'avantage comparatif. Telle est la leçon que j'ai tirée, comme bien d'autres Canadiens, des difficultés qu'a connues le pays dans les années 1970 et au début de la décennie suivante.

Deuxièmement, nous avons tous pris conscience de l'importance de ramener la dette publique à un niveau soutenable et de l'y maintenir. Les Canadiens, dans les années 1990, ont payé un fort prix pour parvenir à maîtriser l'augmentation de la dette publique, et ils ont eu la sagesse de mettre à profit les conditions favorables des dix dernières années pour abaisser le ratio de la dette publique au PIB. Même si les conditions ne seront pas nécessairement aussi bonnes au cours des dix années à venir, nous devons nous efforcer d'alléger encore le fardeau du service de la dette afin de faire face aux effets inévitables du vieillissement de la population.

Troisièmement, nous nous sommes rendu compte que la contribution la plus importante qu'une banque centrale puisse apporter au bien-être économique de la population consiste à préserver la confiance dans la valeur future de la monnaie. Dans les années 1970, nous avons tous été témoins de l'instabilité économique et sociale causée par une inflation volatile et élevée. Dans les années 1980, c'est au prix d'une récession que nous sommes parvenus à maîtriser l'inflation. Depuis le début des années 1990, notre régime de poursuite de cibles d'inflation nous a permis de garder l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible de 2 %. Ce facteur, combiné à l'assainissement des finances publiques, a permis à la croissance économique de devenir plus stable, à l'emploi d'atteindre des niveaux records, et au chômage de redescendre à des niveaux qu'on n'avait pas vus depuis des décennies. Certes, mes collègues à la Banque s'efforceront d'apporter d'autres améliorations techniques au régime de cibles d'inflation, mais je ne doute pas que l'institution et mon successeur, M. Mark Carney, continueront de maintenir l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible, et ce, dans l'intérêt de tous les Canadiens.

Pour terminer, je tiens à dire que ce fut pour moi un immense privilège d'avoir pu servir les Canadiens et les Canadiennes pendant trois décennies et demie. Je m'estime heureux d'avoir pu jouer ce rôle, et j'ose espérer que le travail que j'ai accompli au fil des ans encouragera d'autres personnes à se mettre elles-mêmes au service de notre pays et de sa population.