
**Conférence Donald Gow
prononcée par David Dodge
gouverneur de la Banque du Canada
à la School of Policy Studies
Université Queen's
Kingston, Ontario
le 26 avril 2002**

L'interaction entre les politiques monétaire et budgétaire

Je vous remercie de m'avoir invité à prononcer la conférence Gow de 2002. Donald Gow s'intéressait vivement aux domaines de l'administration publique et des réformes de l'appareil budgétaire au Canada¹. Il appartient à la longue lignée des professeurs de l'Université Queen's qui se sont concentrés sur diverses questions d'ordre budgétaire à l'échelon fédéral.

Doug Purvis en fut un autre². En 1998, invité à prononcer la conférence Doug Purvis, j'avais choisi de présenter mes réflexions sur le rôle de la politique budgétaire³. J'avais alors examiné l'expérience passée du Canada dans le domaine de la politique budgétaire, pour en dégager certaines leçons susceptibles de guider les pratiques futures en la matière. Dans ce contexte, j'avais brièvement abordé le sujet de l'interaction entre les politiques budgétaire et monétaire.

Ayant acquis depuis une certaine expérience du volet monétaire, j'aimerais vous faire part aujourd'hui de réflexions plus approfondies sur cette importante interaction. Ce faisant, je me bornerai aux aspects macroéconomiques de la politique budgétaire. Je parlerai donc de déficits et d'endettement, aussi bien dans l'optique de la planification budgétaire que dans celle des mesures de politique budgétaire pouvant être prises pour faire face aux imprévus d'ordre économique. Il s'agit là, en effet, des aspects de la politique budgétaire les plus significatifs au regard de l'interaction entre cette dernière et la politique monétaire.

Pour commencer, reportons-nous en mai 1970, lorsque le Canada est revenu à un régime de changes flottants. À l'époque, la politique monétaire n'était assortie officiellement d'aucun point d'ancrage, de sorte que les variables économiques nominales en étaient aussi dépourvues. Les autorités ne se préoccupaient pas tellement, non plus, de fixer des cibles budgétaires à moyen et à long terme. Les deux politiques avaient des visées plutôt à court terme, et les tentatives de réglage fin de l'économie avaient encore la cote.

1. Gow (1973).

2. Voir, par exemple, Purvis (1985), Bruce et Purvis (1986) ainsi que Purvis et Smith (1986).

3. Dodge (1998).

Malheureusement, dès le début des années 1970, un certain nombre d'imprévus devaient mettre à rude épreuve l'économie de notre pays ainsi dépourvue de points d'ancrage. Les cours mondiaux de l'énergie grimpaient en flèche, le taux tendanciel de croissance de la productivité ralentissait, et la réforme du régime d'assurance-emploi poussait à la hausse le taux de chômage d'équilibre à long terme au sein de l'économie. En 1975, le taux d'inflation avait franchi la barre des 10 %, et le budget global des administrations publiques n'affichait plus un excédent, mais bien un déficit équivalent à 3,5 % du PIB.

Devant la montée de l'inflation, deux politiques furent mises en place. La Banque du Canada adopta des cibles pour la croissance de l'agrégat monétaire au sens étroit M1, et le gouvernement fédéral établit, à l'automne 1975, un programme anti-inflation qui est resté en vigueur jusqu'en 1978. Le volet du programme instaurant un contrôle des prix et des salaires visait à faciliter la transition vers une inflation moindre, mais les politiques monétaire et budgétaire qui en composaient le volet macroéconomique ne furent pas suffisamment restrictives finalement pour que l'inflation puisse être maintenue à un bas niveau de façon permanente.

La poursuite, jusqu'en 1982, d'une cible de croissance de M1 s'avéra dans l'ensemble moins efficace qu'on ne s'y attendait pour juguler l'inflation. La relation entre l'expansion monétaire et l'inflation, à des horizons pertinents pour la conduite de la politique monétaire, n'était pas aussi forte que prévu. La demande de monnaie étant très élastique aux taux d'intérêt, une majoration minimale de ces derniers suffisait à freiner l'expansion monétaire⁴. Des baisses inattendues de la demande de M1 vinrent aggraver ce problème. Ainsi, même si les cibles de croissance de l'agrégat monétaire étaient atteintes, la dépense et l'inflation ne reculaient pas autant qu'on l'avait souhaité.

Dans les années 1970, la politique budgétaire visait essentiellement l'amortissement des chocs, de manière discrétionnaire, et l'expansion des biens et des services publics. On ne se rendait pas compte vraiment que cette politique était inadéquate dans une perspective à moyen et à long terme. Cela tenait en partie au fait que les taux d'intérêt réels furent très faibles (et même souvent négatifs) tout au long de la décennie. Mais comme la suite des événements le prouva, cette situation ne pouvait durer indéfiniment. Sous l'effet conjugué d'une remontée des taux d'intérêt réels et du fléchissement durable de la croissance tendancielle de l'économie, le pays entra dans le cercle vicieux de la dynamique de l'endettement.

De façon générale, on peut dire que les autorités se sont employées, à partir de 1970, à établir des points d'ancrage adéquats à moyen terme pour les politiques tant monétaire que budgétaire. Cette période s'avéra riche en enseignements sur l'interaction optimale entre ces politiques, en ce qui a trait à la stabilisation de l'économie et à la croissance sous un régime de changes flottants.

Pour le reste de cette conférence, je vous entretiendrai de quatre sujets interdépendants : les objectifs que doivent poursuivre les politiques budgétaire et monétaire, la crédibilité à bâtir à

4. Voir Thiessen (1983).

l'égard de ces politiques, le rôle de stabilisation qu'elles doivent jouer, et la coordination entre elles. Pour conclure, je vous livrerai certaines de mes réflexions sur l'avenir.

Le choix de l'orientation et des objectifs des politiques monétaire et budgétaire

Voyons d'abord la question des objectifs que les politiques monétaire et budgétaire doivent poursuivre.

Dans les années 1970, le Canada n'est pas le seul à avoir fait fausse route sur les plans économique et budgétaire; ce fut également le cas de la plupart des autres pays industrialisés. On peut certainement jeter une partie du blâme sur les chocs économiques d'envergure internationale qui se sont produits durant cette décennie. Mais, plus fondamentalement, les problèmes sont venus du fait que les banques centrales et les gouvernements ne s'étaient pas encore dotés d'un cadre macroéconomique qui les aide à faire face à de tels chocs. Ce cadre devait pouvoir fonctionner dans un monde caractérisé par des taux de change flottants et une grande mobilité des capitaux ainsi que par un haut degré de substituabilité entre les actifs libellés en monnaie nationale et en devises. Bien qu'ayant eu un régime de changes flottants durant la majeure partie des années 1950 et au début de la décennie suivante, le Canada avait opté, de 1962 à 1970, pour un régime de changes fixes. La plupart des autres pays industrialisés n'ont pas laissé flotter leur monnaie avant 1973, voire plus tard. Et si les marchés canadiens de capitaux avaient traditionnellement entretenu des liens étroits avec ceux des États-Unis, on ne pouvait en dire autant pour la plupart des autres nations.

Vers 1970, les travaux théoriques étaient généralement axés sur la stabilisation à court terme de l'économie, l'évolution à court terme des outils d'intervention et l'analyse statique. On prêtait peu d'attention aux variations du volume des avoirs et des engagements financiers, qui influent sur le comportement des agents économiques à moyenne et à longue échéance. Même si les imposants modèles économétriques qu'on élaborait à l'époque étaient dynamiques et faisaient jouer un petit rôle à l'accumulation d'actifs, ils ne servaient pas souvent à étudier de nouveaux régimes ou de nouvelles règles de conduite des politiques. En dehors de la littérature liée aux agrégats monétaires, peu d'études étaient consacrées à la question de la cohérence de la politique à moyen terme, et les recherches spécialisées sur les effets à long terme de la politique budgétaire étaient rares, voire inexistantes. Pour toutes ces raisons, il n'est pas étonnant que nous ayons eu tant de mal, au Canada, à surmonter nos problèmes.

Analyse statique à court terme

La question de savoir s'il existait un arbitrage à long terme entre l'inflation et le chômage faisait encore l'objet d'un ardent débat au début des années 1970⁵. Ceux qui croyaient en l'existence d'un tel arbitrage étaient mieux disposés envers un réglage fin de l'économie réelle, pratiqué à grande échelle. On avait recours à des modèles pour simuler les effets de différents taux d'intérêt ou leviers de politique budgétaire susceptibles de ramener rapidement la production au

5. Friedman (1968) et Phelps (1968) soutenaient qu'il n'existait pas de tel arbitrage, alors que Solow (1969) était de l'avis contraire.

niveau souhaité. Les modèles empiriques de l'économie canadienne conçus en fonction d'un régime de changes flottants étaient limités par le fait que l'expérience considérée était toute tirée des années 1950, une période où la structure de l'économie différait sensiblement de celle des années 1970 et où le taux de change variait peu⁶. Dans ces circonstances, il s'avéra évidemment difficile de formuler une équation qui pouvait expliquer les variations du taux de change.

Heureusement, il existait des modèles théoriques extrêmement puissants des effets à court terme des politiques monétaire et budgétaire, mis au point au début des années 1960 par Robert Mundell et Marcus Fleming⁷. La prédiction la plus juste fournie par les premiers modèles postulait une substituabilité parfaite entre les actifs intérieurs et étrangers et un niveau des prix intérieurs fixe. Sous un régime de changes flottants, seule la politique monétaire (et non budgétaire) pourrait influencer sur le niveau de la production (l'« équilibre interne »). Une politique budgétaire expansionniste mènerait, pour sa part, à une nette détérioration du solde de la balance des paiements courants. Inversement, sous un régime de changes fixes, seule la politique budgétaire (et non monétaire) pourrait influencer sur le niveau de la production; la politique monétaire, quant à elle, agirait sur la balance des paiements par l'entremise de son incidence sur le niveau des réserves officielles de change.

Dans ses modèles simples, Mundell avait recours à des hypothèses assez restrictives en ce qui a trait aux prix et aux attentes en matière de mouvements du taux de change et d'inflation. Il convient de noter, cependant, que même si l'on assouplit ces hypothèses (tout en maintenant celle de la substituabilité parfaite des actifs), on arrive à la même conclusion, à savoir que la politique monétaire n'a aucun effet sur la production sous un régime crédible de changes fixes (puisqu'elle doit servir à défendre le taux de change et qu'elle est donc déterminée de manière endogène). En outre, compte tenu de la substituabilité parfaite des actifs, la politique monétaire exerce un effet plus puissant sur la production — et la politique budgétaire, un effet moins puissant — en régime de changes flottants qu'en régime de changes fixes⁸. Cela tient au fait que les effets intérieurs de la politique monétaire sont amplifiés par son incidence sur le taux de change, alors que les effets intérieurs de la politique budgétaire sont atténués par les variations du taux de change.

Bien que les modèles conçus par Mundell datent du début des années 1960, il n'est pas certain que les autorités en aient tenu compte lorsqu'elles ont décidé de laisser à nouveau flotter le dollar canadien, en 1970⁹.

6. Caves et Reuber (1971).

7. Mundell (1961, 1962 et 1963) et Fleming (1962).

8. Marston (1985).

9. Comme Thiessen (2000-2001) le fait remarquer : « Les modèles d'économie fermée continuaient de dominer la plupart des débats sur les politiques nationales. Même si les résultats obtenus par Mundell se répandaient lentement dans les milieux universitaires, ils n'avaient pas encore atteint les rangs des praticiens ». D'ailleurs, le rapport annuel de 1970 de la Banque du Canada ne fait que brièvement mention de la décision de laisser flotter le dollar canadien.

Analyse à moyen terme

Les banques centrales, y compris la Banque du Canada, privilégient depuis longtemps l'objectif de la stabilité des prix. Le Conseil économique du Canada, fondé au milieu des années 1960, prônait l'idée qu'une « stabilité raisonnable des prix » devait constituer l'un des objectifs premiers de la politique (l'organisme croyait toutefois à des « zones d'arbitrage entre l'inflation et le chômage »)¹⁰. En 1970, cependant, de tous les points d'ancrage susceptibles d'assurer la stabilité des prix et de bons résultats sur le front de l'inflation, les agrégats monétaires étaient les seuls auxquels la littérature pertinente prêtait une certaine attention. Les années 1960 et 1970 furent le théâtre d'une lutte entre les « monétaristes », qui préconisaient une expansion lente et stable des agrégats monétaires, et les « keynésiens », qui croyaient aux vertus du réglage conjoncturel fin et qui (dans certains cas) jugeaient la politique monétaire inefficace.

Du côté de la politique budgétaire, peu d'analyses étaient consacrées aux répercussions à moyen et à long terme de cette dernière, en grande partie parce que le ratio de la dette de l'administration fédérale au PIB du pays avait affiché une tendance persistante à la baisse depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale jusqu'en 1974. Il aura fallu que ce ratio augmente pendant un certain nombre d'années pour que l'on se rende compte qu'un tel rythme d'endettement ne pouvait être maintenu.

Comme l'économie canadienne abordait les années 1980 avec une série de problèmes hérités de la décennie précédente, on jugea de plus en plus important d'adopter des politiques viables à longue échéance et de déterminer ce que l'on pouvait espérer accomplir à l'aide de politiques, à moyen et à long terme, sous un régime de changes flottants.

Évolution de la réflexion sur la politique monétaire dans les années 1980 et au début des années 1990

En 1982, juste avant que la Banque n'abandonne la poursuite de cibles de croissance de M1, le gouverneur de l'époque, Gerald Bouey, prononça une conférence sous les auspices de la Fondation Per Jacobsson. Ses observations portaient sur « l'amélioration progressive du cadre théorique dans lequel se font les choix de politiques monétaires¹¹ ». Fait important, il souligna que la Banque avait « jugé bon [...] d'adopter une politique orientée davantage vers l'avenir qu'une politique reposant exclusivement sur les cibles monétaires. Il nous paraît en effet préférable de réagir immédiatement à tout choc potentiellement inflationniste que d'attendre que ces chocs se soient traduits par une accélération de l'inflation et de l'expansion monétaire¹² ».

10. Conseil économique du Canada (1966), *Troisième exposé annuel*.

11. Bouey (1982).

12. Bouey (1982, p. 13). Même si Bouey cite plus précisément la baisse du taux de change comme l'un de ces chocs, son observation semble avoir une portée plus générale. Cette interprétation se trouve corroborée par la mention ultérieure suivante : « nous avons accordé une assez grande importance à d'autres données et à d'autres analyses ».

De 1982 à 1986, la Banque mena des recherches en vue de trouver une cible, relative ou non à un agrégat monétaire, qui procurerait :

- un point d’ancrage nominal permettant d’orienter la politique monétaire en moyenne période (et ainsi d’éviter qu’il y ait erreur cumulative);
- un point de départ à l’établissement d’une plate-forme de communication de la politique monétaire au public;
- un point d’arrimage susceptible d’agir sur la formation des attentes relatives à l’inflation¹³.

Les recherches ne permirent pas de trouver un agrégat monétaire qui répondait à ces critères. Toutefois, pour appuyer la formulation de la politique monétaire, les employés de la Banque définirent, dans le contexte de l’établissement des projections économiques internes, la trajectoire d’inflation souhaitée pour parvenir à la stabilité des prix.

Dans la conférence qu’il donna sous l’égide de la Fondation Hanson, en 1988, le gouverneur John Crow¹⁴ fit valoir que la stabilité des prix représente la meilleure contribution que la politique monétaire puisse apporter à l’amélioration du niveau de vie. Par ailleurs, il indiqua clairement qu’à ses yeux, une inflation de 4 % ne correspondait pas à une situation de stabilité des prix.

Il est important de passer en revue les arguments que la Banque invoque depuis 1988 à l’appui du maintien de l’inflation à un niveau bas et stable. Le premier argument clé, que confirme entièrement la suite des événements, est qu’il n’y a pas d’arbitrage à long terme entre l’inflation et la production. De fait, un taux d’inflation bas et stable accroît normalement la production ou le bien-être économique :

- en réduisant l’incertitude au sujet de l’avenir (ce qui facilite la planification et l’investissement);
- en diminuant les coûts qu’implique la protection contre l’inflation;
- en améliorant l’équité et la justice;
- en favorisant la stabilité de l’économie¹⁵.

Le gouvernement canadien était conscient lui aussi des problèmes engendrés par la volatilité de l’inflation et des attentes relatives à celle-ci¹⁶. À la fin des années 1990, lui et la banque centrale souhaitaient de plus en plus disposer d’une cible explicite qui permette de mieux arrimer les attentes d’inflation.

Le risque qu’une politique budgétaire inadéquate mine la crédibilité de la politique monétaire — je reviendrai sur ce point ultérieurement — est l’une des raisons pour lesquelles il s’avérait essentiel que le gouvernement et la Banque s’engagent ensemble publiquement.

13. Duguay et Longworth (1998).

14. Crow (1988).

15. Banque du Canada (1991), Selody (1990) et O’Reilly (1998).

16. La poursuite d’une cible d’inflation explicite aide également l’État à planifier.

Une entente à l'égard de cibles précises de réduction de l'inflation a de fait été conclue et annoncée dans un communiqué conjoint diffusé lors de la présentation du budget de février 1991¹⁷. Vous vous souviendrez peut-être que cette entente prévoyait une série de cibles destinées à ramener le taux d'augmentation sur douze mois de l'IPC à 2 % (le point médian d'une fourchette dont les limites se situaient à 1 et 3 %) au plus tard en décembre 1995. Depuis, l'entente a été reconduite à trois reprises, et le point médian visé a été maintenu à 2 %¹⁸.

Il y a maintenant dix ans que l'inflation se maintient à un niveau bas et stable, si bien que les ménages et les entreprises sont de plus en plus confiants dans sa prévisibilité. Cette réussite est aussi attribuable en grande partie à la plus grande transparence dont la Banque fait preuve dans la conduite de sa politique monétaire et à l'amélioration de sa stratégie de communication.

Au début de la décennie 1990, il s'était donc créé un consensus solide, sur les plans théorique et quantitatif, quant aux objectifs à moyen et à long terme qu'il convenait de donner à la politique monétaire; de plus, les cibles quantitatives furent atteintes rapidement. On dut toutefois attendre plus longtemps pour qu'il en aille de même de la politique budgétaire.

Évolution de la réflexion sur la politique budgétaire dans les années 1980 et au début des années 1990

Tandis que les banques centrales et les spécialistes de la théorie monétaire avaient toujours attaché de l'importance à la stabilité des prix ou au maintien de l'inflation à un niveau bas, les autorités budgétaires des pays industrialisés n'avaient pas eu, en général, à se préoccuper de la montée du ratio de la dette publique au PIB depuis le retour de la paix. Il fallut donc un certain temps pour reconnaître qu'il y avait un problème à long terme d'ordre budgétaire. La situation fut aggravée par le recul inattendu, autour de 1973 selon les estimations actuelles, du taux tendanciel de croissance de la productivité et par la hausse qu'enregistra, au début de la décennie 1980, la valeur d'équilibre en longue période du taux d'intérêt réel.

Dans la conférence que j'ai donnée à la mémoire de Doug Purvis, je faisais remarquer que la politique budgétaire expansionniste des années 1971 à 1983 avait servi de substitut à l'élaboration de politiques structurelles adéquates. Ce fut particulièrement le cas dans les périodes qui ont suivi les deux chocs pétroliers. C'est donc dire qu'il ne fut guère question, à l'époque, de l'apport potentiel de la politique budgétaire à l'épargne et à la croissance à long terme.

De 1983 à 1985, les économistes des milieux universitaires commencèrent à discuter de la capacité des administrations publiques de soutenir leurs déficits et du rôle que devrait jouer la politique budgétaire. (Les professeurs Neil Bruce et Doug Purvis, de l'Université Queen's, apportèrent une contribution déterminante à cet effort de réflexion¹⁹.)

17. Banque du Canada (1991).

18. L'entente actuelle est en vigueur jusqu'à la fin de 2006. Voir Banque du Canada (2001).

19. Bruce et Purvis (1983 et 1986). À l'époque, la politique budgétaire constituait également un dossier chaud aux États-Unis, en raison des réductions d'impôt de l'administration Reagan, de l'intérêt suscité par l'économie de l'offre et du déficit croissant de la balance courante.

Le problème de l'endettement public se résume en réalité à deux éléments. Premièrement, le rythme de croissance de la dette publique ne peut rester indéfiniment supérieur à celui de l'économie; tôt ou tard, il faut rectifier le tir de la politique budgétaire. Deuxièmement, lorsque le taux d'intérêt de la dette publique dépasse le taux de progression de l'activité, toute hausse du déficit par rapport à la taille de l'économie se solde nécessairement, à plus ou moins brève échéance, par le relèvement des taux d'imposition ou la compression des dépenses des programmes gouvernementaux en pourcentage du PIB²⁰, ce qui donne lieu à des transferts intergénérationnels considérables.

Parallèlement, les économistes prirent davantage conscience de l'ampleur des conséquences réelles des déficits et de la dette sur l'économie. Ces conséquences viennent de ce que, dans les faits, les variations de l'épargne du secteur privé ne neutralisent pas entièrement celles de l'épargne publique²¹. En d'autres termes, la réduction de l'épargne publique entraîne une diminution du niveau national de l'épargne.

Dans une petite économie ouverte comme celle du Canada, où les actifs présentent un très haut degré de substituabilité à l'échelle internationale, les variations de la dette publique se répercutent surtout sur l'endettement extérieur. Voici comment la chose se passe. Toute baisse du déficit fait reculer le niveau des dépenses intérieures relativement à la production nationale, ce qui accroît le solde de la balance courante. Il en résulte une chute correspondante des entrées nettes de capitaux et, par conséquent, de la dette extérieure. Le repli de cette dernière a pour effet de réduire les flux d'intérêt et de dividendes vers l'étranger et d'élever le revenu intérieur net en proportion du PIB.

Dans la mesure où les taux d'intérêt nationaux suivent la diminution du ratio de la dette publique au PIB, tout fléchissement de l'endettement public tend à faire augmenter les investissements des entreprises et le stock de capital. C'est là le deuxième grand effet d'une baisse des déficits et de la dette sur l'économie canadienne.

Compte tenu de ces deux effets majeurs, on peut avancer que la politique budgétaire devrait viser, en longue période, à stimuler l'épargne, l'investissement et la production par le maintien du ratio de la dette au PIB au bas niveau approprié²².

La réduction de ce ratio peut comporter d'autres avantages. Tout d'abord, pour autant que l'allègement du service de la dette donne lieu à une diminution des impôts plutôt qu'à une majoration des dépenses, une baisse du ratio de la dette au PIB amoindrit les effets de distorsion habituels des impôts. Deuxièmement, dans la mesure où elle atténue l'incidence des fluctuations des taux d'intérêt sur les finances publiques, une telle baisse facilite de beaucoup la planification budgétaire. Troisièmement, elle inverse la tendance qu'ont les marchés, lorsque le ratio de la dette

20. Ce second élément repose sur l'hypothèse d'un ratio constant ou croissant de la dette publique au PIB.

21. Bruce et Purvis (1986) relèvent six raisons pour lesquelles il ne saurait y avoir d'« équivalence ricardienne », où le secteur privé viendrait contrebalancer entièrement l'incidence des mesures gouvernementales sur l'épargne nationale.

22. Les économistes ont du mal à définir le niveau optimal du ratio de la dette au PIB, notamment parce qu'il est difficile de comparer le bien-être d'une génération à l'autre.

au PIB est très élevé (et peut-être croissant), à se prémunir contre le risque perçu de monétisation de la dette en intégrant une prime aux taux d'intérêt. Finalement, elle permet généralement d'éviter que les gouvernements fortement endettés ne sentent l'obligation, en période de ralentissement économique, de faire obstacle au libre jeu des stabilisateurs automatiques afin de ne pas aggraver leur situation financière, comme ce fut souvent le cas au Canada dans les années 1990. Je reviendrai sur ces deux derniers points plus tard.

Au milieu de la décennie 1980, le gouvernement canadien élaborait un plan de réduction progressive du ratio de la dette au PIB. Devant le peu de progrès réalisé, il dut cependant agir de façon plus énergique en 1993 et en 1994. Il n'en fallut pas moins attendre le budget de février 1995 pour que se dégage le sentiment que tous ces trains de mesures avaient ramené les finances publiques sur une trajectoire viable.

Depuis, le ratio de la dette fédérale au PIB est tombé de 70 à 50 %²³ et, dans l'ensemble, les provinces ont elles aussi assaini leurs finances. C'est en grande partie grâce à ces interventions de nature budgétaire que le Canada a amputé de moitié le ratio de sa dette extérieure au PIB, le ramenant de 40 % à environ 20 %.

De supérieurs à 2 % qu'ils étaient en 1990, les écarts entre les taux de rendement nominaux des obligations à long terme du Canada et des États-Unis ont oscillé entre 1/4 et 1/2 % l'année dernière. Les taux d'intérêt longs en termes réels se sont également repliés au Canada. Les besoins de financement du gouvernement s'étant amoindris, les sociétés canadiennes peuvent plus facilement émettre des titres de dette au pays. Tous ces changements ont stimulé les investissements fixes des entreprises, dont le pourcentage par rapport au PIB est passé de 10,3 % en 1992-1995 à 12,4 % en 1996-2001.

Pour ce qui est de l'avenir, il est clair que le gouvernement fédéral et de nombreuses provinces sont fermement déterminés à réduire encore, à moyen terme, le ratio de leur dette au PIB. Chaque année, par exemple, le budget fédéral prévoit des cibles et une réserve pour éventualités qui réduisent considérablement le risque d'accuser un déficit; il suffira donc d'une croissance normale de l'économie (en termes nominaux) pour faire fléchir le ratio de la dette au PIB. Bien que l'objectif de la politique budgétaire ne soit peut-être pas aussi précis que celui de la politique monétaire, il n'en demeure pas moins le plus explicite et le plus concret que le Canada se soit donné en matière budgétaire sur moyenne et longue période au cours de son histoire récente.

Résultats de l'établissement d'objectifs à moyen et à long terme

Qu'il s'agisse de politique monétaire ou budgétaire, le fait de fixer des objectifs à moyen et à long terme produit deux résultats importants. Premièrement, parce qu'il y a un point d'ancrage en longue période, les autorités sont tenues d'adapter leurs instruments d'intervention aux imprévus, particulièrement ceux qui ont des effets permanents, de sorte que la situation devient plus soutenable à la longue. Deuxièmement, au moment de choisir les objectifs de longue

23. Ces données sont présentées sur la base des comptes publics. L'écart par rapport aux données correspondantes exprimées sur la base des comptes nationaux est inférieur à 1 %.

durée d'une politique, il faut se pencher sur la question du cadre de conduite propice à l'amélioration du niveau de vie des Canadiens à long terme. Une telle perspective à long terme nécessite plus qu'une succession de décisions ponctuelles à courte vue destinées à régler avec précision l'appareil économique.

Par ricochet, les rôles des politiques se trouvent partagés adéquatement : la politique monétaire est affectée à l'« équilibre interne » en longue période — à savoir le maintien d'un taux d'inflation bas et stable —, tandis que la politique budgétaire l'est à l'« équilibre externe » en longue période, soit l'accumulation de richesse découlant, du moins en partie, de l'augmentation des actifs étrangers nets. Il ne faut voir dans cette répartition des rôles qu'un parallèle approximatif avec les résultats obtenus par Mundell sur les effets à court terme des politiques en régime de changes flottants dans un contexte de substituabilité parfaite des actifs à l'échelle internationale. Elle ne rend pas compte de la richesse du processus dynamique par lequel une action peut s'exercer à la fois sur le stock de capital et celui des actifs étrangers nets, comme nous l'avons vu précédemment²⁴.

La crédibilité des politiques monétaire et budgétaire

J'aimerais maintenant vous entretenir de la crédibilité des politiques monétaire et budgétaire.

Une fois que les objectifs à moyen et à long terme appropriés de ces politiques ont été définis, il importe de les réaliser. Et cela non seulement parce qu'en régime démocratique, il convient de rendre compte de ses actions, mais parce qu'il y a aussi des gains à récolter de la conduite de politiques crédibles.

La crédibilité à court et à moyen terme de la politique monétaire a été établie très rapidement; en effet, l'inflation est tombée à 2 % dès les premiers mois de 1992, alors qu'il n'avait été prévu d'atteindre cette cible de réduction de l'inflation que plus de trois ans plus tard. Au commencement de 1993, les attentes d'inflation des prévisionnistes du secteur privé et des entreprises à de courts horizons se sont mises à coïncider avec le point médian de la fourchette cible. Il a fallu ensuite un certain temps pour que les taux d'inflation attendus à l'horizon de six à dix ans descendent à 2 %, ce qui s'est produit vers le début de 1996. Enfin, les attentes relatives à l'inflation à l'horizon de 30 ans, mesurées par le différentiel de taux entre les obligations classiques et les obligations à rendement réel, sont demeurées au-dessus de 3 % jusque vers la fin de 1996; puis le taux attendu a fortement chuté pour s'établir aux alentours de 2 % à la fin de 1997 et il est resté à ce niveau depuis²⁵.

24. Le parallèle est approximatif parce que, sous un régime de changes flottants, la politique monétaire peut exercer une action sur l'inflation tant en courte et moyenne période qu'en longue période. De son côté, la politique budgétaire peut influencer sur la balance commerciale à court terme, ce qui a des conséquences sur l'évolution à long terme de l'endettement extérieur. Quel que soit l'horizon, la politique budgétaire agit donc sur une mesure de la balance des paiements.

25. En raison des primes liées à l'incertitude entourant l'inflation et du nombre limité d'opérateurs sur le marché des obligations à rendement réel, ce différentiel de taux ne peut être considéré comme une mesure exacte des attentes d'inflation. Voir Côté et coll. (1996).

L'écart considérable des attentes à long terme par rapport à la trajectoire visée tenait en partie aux craintes que des pressions ne découlent du sentiment répandu que les finances publiques n'étaient pas encore parfaitement maîtrisées. Autrement dit, les marchés financiers s'inquiétaient de ce que des considérations budgétaires dictent la conduite de la politique monétaire durant cette période.

On trouve dans la littérature deux courants théoriques sur l'interaction entre les politiques budgétaire et monétaire, selon lesquels la première finit par jouer un rôle dominant dans la formulation de la seconde en longue période²⁶. Toutefois, selon ces deux courants, l'autorité budgétaire en vient tôt ou tard soit à exiger que l'autorité monétaire monétise la dette, soit à convaincre les marchés financiers de sa prépondérance ultime. Ces hypothèses semblent extrêmes, car elles sont fondées sur l'idée que l'autorité budgétaire ne se soucie pas des conséquences inflationnistes des mesures qu'elle adopte, et font abstraction des nombreuses distinctions juridiques et institutionnelles qui existent entre elle et l'autorité monétaire. Néanmoins, les inquiétudes des marchés concernant la possibilité d'une prépondérance de l'autorité budgétaire risquent de se répercuter de façon appréciable sur les marchés financiers, notamment sur les taux des obligations à long terme. Il est incontestable que des inquiétudes de cet ordre étaient à l'œuvre dans les marchés financiers canadiens au début et au milieu des années 1990.

Comme je l'ai indiqué précédemment, ce n'est qu'en février 1995 que l'on a jugé que le gouvernement canadien s'était fixé un objectif en matière de politique budgétaire suffisamment précis pour permettre d'amorcer l'élimination du déficit et de placer l'économie sur une trajectoire menant à la réduction du ratio de la dette publique au PIB. Cet objectif était considéré comme une assise sur laquelle allait se bâtir la crédibilité de la politique budgétaire.

Comme dans le cas de la politique monétaire, cette crédibilité ne s'est pas matérialisée du jour au lendemain. Il a fallu la gagner. Une crédibilité considérable a toutefois été acquise au cours des 24 à 30 mois qui ont suivi le dépôt du budget de 1995. Les objectifs de réduction du déficit ont été dépassés, et les budgets qui se sont succédé ont réitéré l'intention des autorités de maintenir le cap.

Il importe de noter le rôle complémentaire que la crédibilité de la politique monétaire a joué dans ce processus. Grâce en partie à la grande crédibilité à court et à moyen terme de cette dernière, les taux de rendement des titres d'État à courte et moyenne échéance ont considérablement baissé. Même les taux à long terme étaient beaucoup moins élevés qu'au début de la décennie. Cette chute des taux d'intérêt s'est traduite par une réduction du coût réel de financement de la dette publique au fur et à mesure du renouvellement des emprunts.

Ainsi, il y a eu une interaction entre la crédibilité de la politique budgétaire et celle de la politique monétaire. La crédibilité conjuguée des deux politiques a conduit à une diminution des taux des obligations à long terme à la faveur du recul des primes de risque associées au ratio de la dette au PIB²⁷ et à l'incertitude liée à l'inflation. Les écarts entre les taux des obligations à long

26. Il s'agit de l'« arithmétique monétariste déplaisante » de Sargent et Wallace (1981) et de la « théorie budgétaire du niveau des prix » associée à Woodford (2001) et de nombreux autres. McCallum (1999) offre un aperçu et une critique de ces deux courants, et Buiter (1999 et 2002) prétend démolir le fondement théorique du second.

terme canadiennes et américaines sont même devenus négatifs pendant la majeure partie de la période allant de la mi-1997 à la fin de 2000.

L'expérience du Canada dans les années 1990 donne ainsi fortement à penser que la crédibilité de l'une de ces politiques a des retombées importantes sur la crédibilité de l'autre. De plus, les choses sont plus simples pour tout le monde — tant pour les décideurs que pour le secteur privé — quand le cadre de conduite de la politique monétaire et celui de la politique budgétaire sont clairs et compréhensibles.

Jusqu'ici, mon examen de l'établissement de la crédibilité a surtout porté sur l'atteinte des objectifs fixés. Il s'agit certainement là du facteur le plus déterminant. Mais les communications ont également joué un rôle crucial — c'est-à-dire les communications sur les objectifs quantitatifs et les mécanismes qui nous permettent d'atteindre ces objectifs. Leur contribution a été aussi importante dans le cas de la politique monétaire que dans celui de la politique budgétaire.

La crédibilité de chacune de ces politiques a permis à l'économie canadienne de réaliser des gains appréciables.

En se conjuguant, elles ont donné lieu à une réduction des taux d'intérêt réels à long terme, favorisant ainsi les investissements des entreprises et, partant, la croissance économique.

La crédibilité de la politique monétaire a apparemment entraîné un changement de la nature du processus d'inflation lui-même. En courte période, l'inflation ne semble plus réagir autant aux mesures faisant état d'une demande ou d'une offre excédentaire^{28, 29}. En outre, étant donné que les attentes d'inflation sont bien ancrées près du point médian visé de 2 %, le marché du travail est beaucoup plus efficient de nos jours qu'à l'époque où l'inflation était élevée. Les conventions collectives se sont sensiblement allongées, et les salaires sont rarement indexés sur le coût de la vie. Par ailleurs, il n'y a pas de réaction immédiate des salaires aux variations substantielles des cours du pétrole. Ainsi, les salaires relatifs sont mieux arrimés et ont tendance à mieux refléter les conditions de la demande et de l'offre sur des marchés en particulier. Moi qui ai passé deux ans à la Commission de lutte contre l'inflation à m'efforcer de stabiliser un marché du travail qui avait commencé à présenter de vives distorsions au début des années 1970 en raison du niveau élevé de l'inflation, je considère tout cela comme une réalisation exceptionnellement importante. De façon générale, la crédibilité a stabilisé le processus d'inflation et, par conséquent, l'inflation elle-même. D'autre part, l'efficacité de la politique monétaire paraît également avoir réduit la variabilité de l'économie réelle³⁰.

La crédibilité de la politique budgétaire a permis aux entreprises de mieux planifier leurs investissements puisqu'elle a considérablement réduit le risque de relèvements des impôts dus à la nécessité d'assainir les finances publiques.

27. Fillion (1996).

28. Kichian (2001) et Beaudry et Doyle (2001).

29. En outre, l'inflation ne semble pas réagir aussi fortement aux changements des prix relatifs (Banque du Canada, 2000).

30. Ce sujet est également abordé dans Dodge (2002). Voir aussi Longworth (2002).

Ainsi, la crédibilité a conduit à une stabilisation de l'économie canadienne et à une amélioration de ses perspectives de croissance.

La politique de stabilisation

Il existe un lien entre la crédibilité et le sujet que je vais maintenant aborder, la politique de stabilisation. Lorsque la crédibilité des politiques est établie, les stabilisateurs automatiques présents au sein de l'économie, à savoir les mécanismes de la politique macroéconomique qui ont tendance à stabiliser la production, peuvent remplir pleinement leur rôle.

Quand les autorités monétaire et budgétaire tentent d'établir leur crédibilité, il est naturel pour elles — et parfois nécessaire — de chercher à dépasser les cibles fixées. Par conséquent, il se peut que des mesures explicites doivent être prises pour empêcher le fonctionnement des stabilisateurs, comme ce fut le cas de la politique budgétaire dans les années 1990. De plus, l'absence de politique budgétaire crédible est l'un des facteurs qui ont semblé nuire à la capacité de la Banque d'établir les conditions monétaires au niveau voulu à certains moments entre le début et le milieu de la décennie 1990³¹. Ainsi, à l'époque, les propriétés stabilisatrices de la politique monétaire ne pouvaient pleinement se faire sentir. Maintenant que les deux politiques jouissent d'une très grande crédibilité, le gouvernement fédéral et la Banque peuvent laisser les stabilisateurs automatiques jouer leur rôle³².

Politique monétaire et stabilisation

Dans le cas de la politique monétaire, il faut modifier les taux d'intérêt pour obtenir un effet stabilisateur. Néanmoins, bien que les décisions à leur égard soient prises à la lumière des facteurs particuliers à l'œuvre et des risques de hausse ou de baisse de l'inflation dans l'avenir, les modifications des taux peuvent être considérées comme des réactions plus ou moins automatiques aux fluctuations inattendues de la demande. La cible d'inflation de 2 % visée par la Banque limite son pouvoir discrétionnaire. Grâce à notre régime de changes flottants, nous pouvons au Canada prendre des décisions en matière de taux d'intérêt qui sont indépendantes des modifications de taux opérées aux États-Unis.

Laissez-moi vous expliquer comment une politique monétaire axée sur la réalisation d'une cible d'inflation joue un rôle stabilisateur face aux variations imprévues de la demande. Supposons que l'économie tourne aux limites de sa capacité et que l'inflation se situe à 2 %, le point médian de la fourchette visée. Une diminution de la demande, comme celle qui découlerait d'un resserrement de la politique budgétaire, créerait une offre excédentaire au sein de l'économie, ce qui exercerait des pressions à la baisse sur l'inflation. Pour faire remonter l'inflation à 2 % à l'horizon de 18 à 24 mois, la Banque du Canada réduirait son taux cible pour le financement à un jour. Par le jeu de son incidence sur les taux du marché et le taux de change, cette mesure ferait augmenter le niveau de la production effective et le rapprocherait de celui de la production potentielle. L'inflation retournerait ainsi au taux visé peu après que les marges de capacités inutilisées auraient disparu. Comme le cadre de maîtrise de l'inflation fonctionne de

31. Freedman et Macklem (1998) et Freedman (2001).

32. Thiessen (1996) souligne que « ... plus les politiques monétaire et budgétaire sont crédibles, plus elles peuvent s'auto-renforcer ou s'étayer mutuellement ».

façon symétrique, on observerait le même processus, en sens inverse, en réaction à une hausse de la demande³³.

Les chocs d'offre — qui se traduisent par un taux d'inflation supérieur (ou inférieur) aux attentes pour un niveau de demande donné — posent toujours plus de difficultés aux décideurs que les variations inattendues de la demande. Néanmoins, le cadre de maîtrise de l'inflation de la Banque permet de faire abstraction dans une large mesure des chocs d'offre temporaires à condition que ceux-ci ne se répercutent pas sur les attentes d'inflation, ce qu'ils ne font plus grâce à la crédibilité maintenant acquise. Prenons par exemple les fluctuations imprévues des prix attribuables aux composantes les plus volatiles de l'indice des prix à la consommation, telles que les fruits et légumes ou le mazout et l'essence. Comme guide dans la conduite de la politique monétaire, nous nous servons d'une mesure de l'inflation fondamentale qui exclut ces composantes. Celle-ci nous donne, ainsi qu'aux autres observateurs de l'économie, une certaine assurance que nous observons bel et bien la tendance fondamentale de l'inflation. Ainsi, la réaction de nos taux d'intérêt aux variations de prix jugées temporaires peut être minime, de sorte que les répercussions sur la production seront négligeables. En d'autres termes, la politique monétaire fait face aux chocs d'offre temporaires sans perturber la production globale.

Politique budgétaire et stabilisation automatique

Sur le plan budgétaire, les stabilisateurs automatiques sont les recettes fiscales et les paiements d'assurance-emploi. Lorsque l'économie ralentit, les recettes fiscales ont tendance à diminuer et les paiements d'assurance-emploi à augmenter. Cela amortit l'effet du fléchissement de la production sur le revenu personnel disponible et a donc tendance à réduire l'ampleur du choc de production. Si les ménages fondaient leurs décisions en matière de dépenses sur leur revenu permanent anticipé, par opposition à leur revenu courant, les stabilisateurs automatiques n'auraient pas un grand rôle à jouer. Mais on observe que de nombreux ménages, notamment ceux à faible revenu, ne peuvent emprunter librement sur la base de leur revenu futur et que leur consommation est donc souvent considérablement limitée par leur revenu disponible courant. Les stabilisateurs automatiques sur le plan budgétaire remplissent donc une fonction cruciale.

Certains prétendent qu'une hausse sensible de la propension à importer, qui peut servir de stabilisateur automatique au sein de l'économie, a pu réduire l'importance des stabilisateurs automatiques d'ordre budgétaire³⁴. Même si cela est vrai de façon générale, cette hausse n'a pas touché de façon uniforme les divers segments de la consommation finale. Les augmentations les plus marquées de la propension à importer sont venues des exportations en raison de l'importance croissante des échanges bilatéraux. Les composantes de la demande intérieure telles que les

33. En réagissant de cette façon aux chocs de demande, la politique monétaire a tendance à jouer le rôle de stabilisateur automatique à l'égard de l'équilibre budgétaire du gouvernement fédéral. Autrement dit, lorsqu'il y a un recul de la demande, qui entraîne une diminution des recettes fiscales, la Banque du Canada est portée à abaisser ses taux. Cela a pour effet de réduire les intérêts payés par le gouvernement et de ralentir la détérioration du solde budgétaire. Dans le cas d'une hausse de la demande, l'inverse se produit. La structure par échéance de la dette publique influe sur l'ampleur et la rapidité de cet effet.

34. Fortin (1998).

investissements dans le logement, la construction non résidentielle et la consommation de services, toutefois, se caractérisent encore par une très faible propension marginale à importer.

Similitudes et différences entre les stabilisateurs budgétaires et monétaires automatiques

Certains des stabilisateurs budgétaires automatiques (p. ex., l'impôt sur le revenu des particuliers retenu à la source par l'employeur) ont des effets quasi immédiats. D'autres, comme les paiements d'assurance-emploi et d'assistance sociale, agissent au bout d'un délai assez court. Les stabilisateurs budgétaires de ce genre sont très efficaces pour atténuer les fluctuations cycliques de la production. Mais ils n'arrivent pas, loin s'en faut, à compenser pleinement les variations du niveau de production. D'autres composantes des stabilisateurs budgétaires automatiques n'opèrent pas avant le règlement de l'impôt sur le revenu, au printemps de chaque année.

La politique monétaire agissant avec un décalage, elle n'a pas d'effet modérateur immédiat sur la production. Si elles peuvent avoir une certaine incidence à très court terme, les mesures de politique monétaire ne se répercutent d'ordinaire pleinement sur la production qu'au bout de 12 à 18 mois. C'est en raison de ce décalage, principalement, que la Banque cherche à ramener l'inflation au niveau cible à un horizon de 18 à 24 mois.

Comme je l'ai souligné précédemment, les stabilisateurs budgétaires automatiques, à l'échelon fédéral, n'auront plus à être compensés. Qu'est-ce que cela implique pour la politique monétaire? La conséquence la plus importante est que la politique budgétaire sera plus symétrique et plus prévisible.

Politique de stabilisation discrétionnaire

Si la stabilisation automatique qu'assurent les politiques monétaire et budgétaire est très utile en soi, il reste à savoir si l'on ne pourrait pas faire davantage, en pratiquant une politique de stabilisation discrétionnaire.

Dans le cas de la politique monétaire, notre outil d'intervention est le mécanisme plus ou moins automatique de modification des taux d'intérêt que j'ai évoqué plus tôt. Mais, comme je l'ai déjà mentionné, notre jugement intervient de façon importante dans le processus de décision, tout particulièrement en période de grande incertitude, comme à l'automne dernier. Mais notre cible explicite en matière d'inflation nous laisse, en principe, une latitude plus réduite que celle dont disposent les responsables de la politique budgétaire³⁵.

35. Certains analystes voient dans l'établissement de cibles d'inflation un encadrement du pouvoir discrétionnaire, dans le sens où il existe un objectif défini et un cadre visant le moyen terme, mais aucune règle précise quant à l'ajustement du taux directeur (Bernanke et coll., 1999). Cela signifie qu'il y a de nombreuses trajectoires possibles pour retourner au point d'équilibre. La Banque du Canada, pour sa part, a décidé que la meilleure façon de procéder en l'occurrence est de trouver un compromis acceptable entre la variance du taux d'inflation autour de la cible d'inflation et la variance de la production autour de son potentiel. C'est ainsi que nous avons choisi un horizon de 18 à 24 mois pour atteindre notre cible d'inflation. Nous tenons compte de toutes les informations pertinentes, mais nous ne suivons pas de règles précises pour fixer les taux d'intérêt.

Les arguments militant pour ou contre une conduite discrétionnaire de la politique budgétaire à des fins de stabilisation macroéconomique en économie ouverte ont tendance à se concentrer sur la question des délais de mise en œuvre et l'efficacité de la politique budgétaire en courte période comparativement à celle de la politique monétaire.

Si tout était réglé comme du papier à musique, des mesures budgétaires s'étalant sur deux ou trois trimestres pourraient, en principe, et dans des conditions idéales, hâter le retour de la production au niveau souhaité³⁶. En théorie, donc, une politique budgétaire menée de façon discrétionnaire est un outil très intéressant. Mais, à titre de praticien, j'ai pu constater qu'il est à la fois difficile de lancer rapidement des mesures provisoires, lorsque le besoin s'en fait sentir, et extrêmement délicat d'y mettre fin, une fois qu'elles ne sont plus nécessaires.

Par conséquent, sur le plan *pratique* — et non philosophique —, le recours à une politique budgétaire de nature discrétionnaire pour stabiliser l'économie se heurte à d'importants obstacles³⁷.

La coordination des politiques monétaire et budgétaire

Permettez-moi de vous entretenir à présent des efforts de collaboration et de coordination nécessaires sur le plan des politiques monétaire et budgétaire.

J'aimerais tout d'abord insister sur le fait que les cibles d'inflation poursuivies sont décidées d'un commun accord. Ce ne sont pas seulement les cibles de la Banque, mais aussi celles du gouvernement canadien.

En d'autres termes, la « coordination » des politiques est née d'une entente mutuelle sur les cibles d'inflation. Comme les autorités monétaire et budgétaire sont clairement d'accord sur les objectifs à moyen terme de leurs politiques et ont une même compréhension du cadre dans lequel celles-ci opèrent, elles n'ont nul besoin de coordonner leur action en matière de taux d'intérêt ou de politique budgétaire.

La littérature sur la coordination des politiques économiques traite généralement de situations où : a) les autorités budgétaire et monétaire conçoivent très différemment le bien-être économique³⁸; b) chacune cherche à maximiser ses gains aux dépens de l'autre, comme dans le cadre d'un jeu; c) les objectifs des politiques budgétaire et monétaire sont incompatibles; d) l'une

36. Il faut du temps pour reconnaître un choc, décider des mesures à prendre, les mettre en œuvre (modifier le régime fiscal ou les dépenses) et du temps aussi pour que ces mesures se répercutent sur la production. Les économistes qui travaillent pour l'autorité budgétaire sont (ou devraient être) capables d'identifier les chocs aussi rapidement que ceux qui travaillent pour l'autorité monétaire. En pratique, il semble que les grandes actions de nature discrétionnaire ne puissent être menées qu'une fois par an (ou deux fois tout au plus). De même, il s'écoule généralement quelques mois avant que les barèmes d'imposition puissent être modifiés et appliqués ou que de nouvelles dépenses puissent être engagées. Il est probable cependant qu'une fois en place, les mesures budgétaires fassent sentir leurs effets sur la production dans des délais sensiblement plus courts que les mesures de politique monétaire.

37. Cecchetti (2002) et Taylor (2000) sont aussi de cet avis. Pour un point de vue divergent, voir Seidman (2001).

38. Pour être précis, leurs « fonctions de perte » sont très différentes.

de celles-ci est de nature entièrement discrétionnaire. Aucune de ces situations ne s'applique toutefois au Canada.

Compte tenu du cadre actuel en place, le gouvernement doit, lorsqu'il veut apporter des modifications à sa politique budgétaire, réfléchir à leur incidence sur l'inflation et, partant, sur les taux d'intérêt. Parallèlement, la Banque doit se demander comment ces changements influenceront sur la demande et l'inflation, ainsi que sur ses propres décisions concernant l'établissement des taux directeurs. Il est donc dans l'intérêt des deux parties de collaborer, en mettant en commun les renseignements dont ils disposent et leurs analyses en vue de conduire leur politique respective.

Par exemple, il est important pour la Banque de reconnaître que les politiques du gouvernement peuvent faire varier le potentiel de l'économie, en se répercutant sur les taux d'utilisation de la main-d'œuvre qui peuvent être maintenus durablement et sur le niveau de la productivité. La Banque doit en tenir compte lorsqu'elle prend ses décisions en matière de politique monétaire.

La collaboration entre la Banque et le ministère canadien des Finances se noue à différents niveaux. Je m'entretiens ainsi fréquemment avec le ministre et le sous-ministre des Finances. Pour leur part, mes collègues du Conseil de direction ont comme interlocuteurs le sous-ministre délégué et les sous-ministres adjoints. Le personnel des deux institutions se réunit aussi pour mettre en commun, par exemple, des prévisions économiques, des résultats d'enquêtes et des renseignements obtenus de divers groupes et organisations. Grâce à ces discussions régulières, chaque institution comprend le cadre dans lequel l'autre institution poursuit ses objectifs et la façon dont il opère face aux chocs économiques.

Depuis l'adoption de cibles d'inflation, les ministères des Finances de chacune des provinces — en particulier des plus grandes —, savent aussi que la Banque réagira aux retombées que leur politique pourrait avoir sur la trajectoire de l'inflation future. Parallèlement, la Banque est dans l'obligation de communiquer aux autorités provinciales son opinion au sujet de l'évolution future de l'inflation.

Certains d'entre vous sont peut-être surpris que je n'aie pas du tout parlé du dosage adéquat des politiques budgétaire et monétaire en évoquant les efforts de collaboration et de coordination. Comme vous vous souvenez sans doute, le dosage des politiques économiques était un sujet très à la mode au Canada à la fin des années 1980. Mais c'était avant que nous instaurions des cadres explicites pour la conduite de nos politiques monétaire et budgétaire. Maintenant que c'est fait, la question du dosage ne se pose plus vraiment. Par exemple, les taux d'intérêt ne sont pas modifiés pour remédier à des problèmes de déficit ou d'endettement, et les impôts et les dépenses publiques ne le sont pas non plus expressément pour atteindre un objectif d'inflation.

Cela ne signifie pas, toutefois, qu'il n'y ait aucune incidence sur les variables financières et les variables de politique, puisqu'un resserrement prolongé des finances publiques place l'économie sur un nouveau sentier d'équilibre à long terme caractérisé par un ratio plus faible de la dette au PIB. Toutes choses égales par ailleurs, le resserrement des finances publiques entraînera initialement une baisse des taux d'intérêt réels et une dépréciation réelle, mais provisoire, du dollar canadien, de sorte que les composantes du PIB et de la demande étrangère nette qui sont sensibles aux taux d'intérêt compenseront la faiblesse de la demande intérieure

provoquée par les compressions budgétaires. Mais à mesure qu'augmentera la part des actifs étrangers nets au Canada, l'effet de richesse sur la consommation deviendra suffisamment important pour soutenir la demande et permettre l'appréciation réelle du dollar canadien jusqu'à un niveau dépassant durablement celui où il se trouvait avant le changement de politique budgétaire³⁹.

En ce qui concerne le besoin de collaboration plutôt que de véritable coordination des politiques au Canada, j'aimerais ajouter que, si chacun des grands pays industriels assignait des objectifs clairs à moyen terme à ses politiques monétaire et budgétaire et mettait en place un cadre transparent pour les atteindre, il n'y aurait nul besoin, ni désir, de recourir à une forme rigoureuse de coordination internationale des politiques économiques⁴⁰. Là encore, c'est la collaboration, au sens de l'échange d'information, qui serait primordiale.

Dans l'ensemble, je crois que la clarté du cadre de conduite et des objectifs à long terme des politiques monétaire et budgétaire a créé un environnement où la collaboration, par le biais de la mise en commun d'informations et d'analyses, est des plus efficaces.

Conclusions

Il y a un peu plus de 25 ans, en l'absence de points d'ancrage appropriés, les politiques monétaire et budgétaire canadiennes ont toutes deux fortement dérapé. Il aura fallu entre 15 et 20 ans pour leur assigner des objectifs appropriés et les remettre sur les rails.

Aujourd'hui, les objectifs des politiques monétaire et budgétaire sont clairs, tout comme les mécanismes par lesquels les autorités rendent compte des résultats obtenus.

Le cadre transparent qui a été mis en place nous sera extrêmement utile pour relever les défis que nous réserve inmanquablement l'avenir. Deux de ces défis se dessinent déjà : un relèvement possible du taux tendanciel d'accroissement de la productivité et un ralentissement de la croissance démographique, combiné au vieillissement de la population. Ces deux facteurs sont des sources d'incertitude quant à la croissance et au niveau du potentiel de production de notre économie.

Heureusement, ce type d'incertitude, très globale, n'est nouveau ni pour la Banque du Canada, ni pour les autorités budgétaires. Le cadre à moyen terme qui a été établi pour la conduite

39. La contraction de l'endettement public implique que le montant des paiements d'intérêts effectués par les administrations publiques par rapport à la taille de l'économie diminue aussi, ce qui autorise une baisse du ratio des impôts au PIB ou bien une augmentation du ratio des dépenses de programme au PIB. (Qui plus est, si le ratio de la dette publique au PIB doit se stabiliser à un niveau positif, le gouvernement passera de la gestion d'un léger excédent budgétaire, durant la transition nécessaire à la réduction du ratio élevé de sa dette, à la gestion d'un léger déficit. Cela rendra possible un nouveau recul du ratio des impôts ou une nouvelle hausse du ratio des dépenses de programme.)

40. Obstfeld et Rogoff (2001) et Benigno et Benigno (2002) expliquent qu'il y aurait peu de gains — voire aucun — à tirer de la coordination internationale des politiques économiques, étant donné que des politiques monétaires axées uniquement sur l'atteinte d'objectifs nationaux suffisent tout à fait pour approcher très près des conditions optimales de fonctionnement de l'économie mondiale.

des politiques monétaire et budgétaire garantit que les ajustements nécessaires au bon fonctionnement de l'économie seront apportés dans un contexte relativement stable. Cela signifie que la Banque prendra des mesures pour que l'inflation ne s'écarte pas trop du taux visé de 2 %, et que le gouvernement fera en sorte que le ratio de sa dette au PIB demeure orienté à la baisse.

Nous avons fait d'énormes progrès, depuis 25 ans, dans la compréhension des liens qui unissent les politiques monétaire et budgétaire et dans l'appréciation de ce qu'elles peuvent le mieux accomplir. Dans les années qui viennent, ces avancées aideront à soutenir une croissance vigoureuse et à atténuer les fluctuations de l'économie canadienne.

Bibliographie

Banque du Canada (1970). *Rapport annuel*.

——— (1991). « Cibles de réduction de l'inflation : Communiqué et documentation à l'appui », *Revue de la Banque du Canada* (mars), p. 3-21.

——— (2000). « Note technique 2 : Incidence réduite du taux de change sur l'indice de référence ». In : *Rapport sur la politique monétaire* (novembre), p. 9.

——— (2001). « Déclaration commune du gouvernement canadien et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation », communiqué du 17 mai 2001 et documents d'information reproduits dans la *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 67-79.

Beaudry, P., et M. Doyle (2001). « Qu'est-il arrivé à la courbe de Phillips au Canada dans les années 1990? ». In : *La stabilité des prix et la cible à long terme de la politique monétaire*, Actes d'un séminaire tenu à la Banque du Canada, juin 2000, Ottawa, Banque du Canada, p. 61-95.

Benigno, G., et P. Benigno (2002). « Implementing Monetary Cooperation Through Inflation Targeting », Discussion Paper n° 3226, Centre for Economic Policy Research.

Bernanke, B. S., T. Laubach, F. S. Mishkin et A. S. Posen (1999). *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton (New Jersey), Princeton University Press.

Bouey, G. K. (1982). « Politique monétaire — À la recherche d'un point d'ancrage », conférence prononcée sous les auspices de la fondation Per Jacobsson, *Revue de la Banque du Canada* (septembre), p. 3-17.

Bruce, N., et D. D. Purvis (1983). « Fiscal Discipline and Rules for Controlling the Deficit: Some Unpleasant Keynesian Arithmetic ». In : *Deficits: How Big and How Bad?*, sous la direction de D. W. Conklin et T. J. Courchene, Toronto, Conseil économique de l'Ontario, p. 323-340.

——— (1986). « Les conséquences des déficits ». In : *Les politiques budgétaire et monétaire*, recherche coordonnée par J. Sargent, volume 21 des études commandées dans le cadre du Programme de recherche de la Commission royale sur l'union économique et les perspectives de développement du Canada, p. 51-96.

- Buiter, W. H. (1999). « The Fallacy of the Fiscal Theory of the Price Level », document de travail n° 7302, National Bureau of Economic Research.
- (2002). « The Fiscal Theory of the Price Level: A Critique », *The Economic Journal*. À paraître.
- Caves, R. E., et G. L. Reuber (1971). *Capital Transfers and Economic Policy: Canada, 1951-1962*, Cambridge, Harvard University Press.
- Cecchetti, S. G. (2002). « The Problem with Fiscal Policy », *Occasional Essays on Current Policy Issues* n° 18. Document accessible à l'adresse <<http://economics.sbs.ohio-state.edu/cecchetti/essays.htm>> (22 janvier 2002).
- Conseil économique du Canada (1966). *Troisième exposé annuel* (novembre).
- Côté, A., J. Jacob, J. Nelmes et M. Whittingham (1996). « Les attentes d'inflation et les obligations à rendement réel », *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 41-53.
- Crow, J. (1988). « La politique monétaire à l'œuvre au Canada », conférence donnée sous les auspices de la Fondation Eric J. Hanson à l'Université de l'Alberta, Edmonton, *Revue de la Banque du Canada* (février), p. 3-17.
- Dodge, D. (1998). « Reflections on the Role of Fiscal Policy: The Doug Purvis Memorial Lecture », *Analyse de Politiques*, vol. XXIV, n° 3, p. 275-289.
- (2002). « La poursuite de cibles d'inflation au Canada : expérience et enseignements », allocution prononcée à la table ronde des gouverneurs de banques centrales sur la poursuite de cibles d'inflation, tenue dans le cadre d'une séance conjointe de l'American Economic Association et de la North American Economics and Finance Association, Atlanta, Géorgie, 5 janvier. Document accessible à l'adresse <<http://www.banqueducanada.ca/fr/discours/sp02-1f.htm>>.
- Duguay, P., et D. Longworth (1998). « Macroeconomic Models and Policy-Making at the Bank of Canada », *Economic Modelling*, vol. 15, n° 3, p. 357-375.
- Fillion, J.-F. (1996). « L'endettement du Canada et ses effets sur les taux d'intérêt réels de long terme », document de travail n° 96-14, Banque du Canada.
- Fleming, J. M. (1962). « Domestic Financial Policies Under Fixed and Under Floating Exchange Rates », *International Monetary Fund Staff Papers*, vol. 9, n° 3, p. 369-380.
- Fortin, P. (1998). « Automatic Stabilization in Canada: A Discussion ». In : *Fiscal Targets and Economic Growth*, sous la direction de T. J. Courchene et T. A. Wilson, actes de la 12^e table ronde sur les politiques économiques de l'Institut John Deutsch, Kingston, John Deutsch Institute for the Study of Economic Policy, Université Queen's, p. 236-239.
- Freedman, C. (2001). « Inflation Targeting in Canada », *Contemporary Economic Policy*, vol. 19, n° 1, p. 2-19.
- Freedman, C. et T. Macklem (1998). « A Comment on 'The Great Canadian Slump' », *Revue canadienne d'économique*, vol. 31, n° 3, p. 646-665.

- Friedman, M. (1968). « The Role of Monetary Policy », *The American Economic Review*, vol. 58, n° 1, p. 1-17.
- Gow, D. (1973). *The Progress of Budgetary Reform in the Government of Canada*, Étude spéciale n° 17, Conseil économique du Canada, Ottawa, Information Canada.
- Kichian, M. (2001). « On the Nature and the Stability of the Canadian Phillips Curve », document de travail n° 2001-4, Banque du Canada.
- Longworth, D. (2002). « Inflation et macroéconomie : changements survenus entre les années 1980 et 1990 », *Revue de la Banque du Canada* (printemps). À paraître.
- Marston, R. (1985). « Stabilization Policies in Open Economies ». In : *Handbook of International Economics*, sous la direction de R. W. Jones et P. B. Kenen, volume 2, chapitre 17, Amsterdam, North-Holland, p. 859-916.
- McCallum, B. T. (1999). « Issues in the Design of Monetary Policy Rules ». In : *Handbook of Macroeconomics*, sous la direction de J. B. Taylor et M. Woodford, volume 1C, partie 7, chapitre 23, Amsterdam, Elsevier Science, p. 1483-1530.
- Mundell, R. A. (1961). « Flexible Exchange Rates and Employment Policy », *Revue canadienne d'économie et de science politique*, vol. 27, n° 4, p. 509-517.
- (1962). « The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy for Internal and External Stability », *International Monetary Fund Staff Papers*, vol. 9, n° 1, p. 70-76.
- (1963). « Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates », *Revue canadienne d'économie et de science politique*, vol. 29, n° 4, p. 475-485.
- Obstfeld, M., et K. Rogoff (2001). « Global Implications of Self-Oriented National Monetary Rules », document de travail n° C01-120, Center for International and Development Economics Research, University of California (Berkeley). Document accessible à l'adresse <<http://elsa.berkeley.edu/~obstfeld/>> (5 juin 2001).
- O'Reilly, B. (1998). *The Benefits of Low Inflation: Taking Stock*, Rapport technique n° 83, Ottawa, Banque du Canada.
- Phelps, E. S. (1968). « Money-Wage Dynamics and Labor-Market Equilibrium », *The Journal of Political Economy*, vol. 76 (juillet-août), p. 678-711.
- Purvis, D. D. (1985). « Public Sector Deficits, International Capital Movements, and the Domestic Economy: The Medium-Term Is the Message », *Revue canadienne d'économie*, vol. 18, n° 4, p. 723-742.
- Purvis, D. D., et C. Smith (1986). « La politique budgétaire au Canada de 1963 à 1984 ». In : *Les politiques budgétaire et monétaire*, recherche coordonnée par J. Sargent, volume 21 des études commandées dans le cadre du Programme de recherche de la Commission royale sur l'union économique et les perspectives de développement du Canada, p. 1-50.

- Sargent, T. J., et N. Wallace (1981). « Some Unpleasant Monetarist Arithmetic », *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review* (automne), p. 1-17.
- Seidman, L. (2001). « Reviving Fiscal Policy », *Challenge*, vol. 44, n° 3, p. 17-42.
- Selody, J. (1990). *The Goal of Price Stability: A Review of the Issues*, Rapport technique n° 54, Ottawa, Banque du Canada.
- Solow, R. M. (1969). *Price Expectations and the Behavior of the Price Level: Lectures Given in the University of Manchester*, Manchester, Manchester University Press.
- Taylor, J. B. (2000). « Reassessing Discretionary Fiscal Policy », *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 14, n° 3, p. 21-36.
- Thiessen, G. G. (1983). « The Canadian Experience with Monetary Targeting ». In : *Central Bank Views on Monetary Targeting*, sous la direction de P. Meek, actes d'un colloque tenu à la Federal Reserve Bank of New York, mai 1982, New York, Federal Reserve Bank of New York, p. 100-104.
- (1996). « Les orientations et interactions de la politique monétaire et de la politique budgétaire », *Revue de la Banque du Canada* (printemps), p. 67-72.
- (2000-2001). « Le changement au service de la stabilité : L'évolution de la politique monétaire à la Banque du Canada, de 1935 à 2000 », *Revue de la Banque du Canada* (hiver), p. 39-52. Document accessible à l'adresse <<http://www.banqueducanada.ca/fr/discours/sp00-6-f.htm>>.
- Woodford, M. (2001). « Fiscal Requirements for Price Stability », *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 33, n° 3, p. 669-728.