



BANQUE DU CANADA

L'incertitude et la transmission de la politique monétaire au Canada

Conférence HERMES-Glendon
donnée par Gordon G. Thiessen
gouverneur de la Banque du Canada

au
Collège Glendon de l'université York
Toronto (Ontario)
le 30 mars 1995

Ne pas publier avant le 30 mars 1995
à 17 h, heure normale de l'Est

Conférence HERMES-Glendon
donnée par Gordon G. Thiessen
gouverneur de la Banque du Canada
au Collège Glendon de l'université York
Toronto (Ontario)
le 30 mars 1995

L'incertitude et la transmission
de la politique monétaire au Canada

Il y a un peu plus de sept ans, John Crow, mon prédécesseur, a donné une conférence à l'université de l'Alberta sous les auspices de la Fondation Eric J. Hanson. À cette occasion, il a traité d'un certain nombre de questions qui se rapportent à la conduite de la politique monétaire canadienne, à savoir l'objectif de cette politique, le mécanisme par lequel son action se transmet, l'utilisation des agrégats monétaires dans la définition des politiques, l'incertitude sur les marchés financiers et le rôle du taux de change. Sept ans plus tard, ces questions sont toujours d'actualité.

Aujourd'hui, je voudrais faire porter l'essentiel de mes propos sur l'interaction qui existe entre deux de ces questions, soit l'incertitude et la transmission de la politique monétaire à l'ensemble de l'économie. Quelle influence les différents types d'incertitude ont-ils sur le comportement des agents économiques? Comment ces incertitudes agissent-elles sur la transmission de la politique monétaire au sein de l'économie? Je vais exposer, dans la première partie de ma conférence, la conception que la Banque du Canada a du mécanisme de transmission de la politique monétaire, en insistant particulièrement sur le rôle que joue l'incertitude. Dans la deuxième partie, j'examinerai les différents moyens que la Banque a employés pour tenter de réduire l'incertitude.

Mais avant d'entrer dans le vif du sujet, permettez-moi de faire un survol des différents types d'incertitude qui se répercutent sur l'économie et sur le processus d'élaboration de la politique économique. Il y a en premier lieu l'incertitude découlant du fait que des événements en grande partie inattendus peuvent survenir. Les chocs de cet ordre peuvent être d'origine étrangère ou interne. La montée des taux d'intérêt à long terme aux États-Unis au cours du premier semestre de 1994 en est un exemple récent. Des chocs peuvent aussi être engendrés par des événements qui vont certainement se produire, mais dont la nature précise ou les résultats restent incertains, comme le dépôt d'un

budget ou la tenue prochaine du référendum sur l'avenir du Québec.

Le second type d'incertitude se manifeste lorsque le secteur privé ne voit pas clairement les objectifs à long terme que visent les politiques économiques. Et ce qui complique encore plus les choses, c'est que ces deux types d'incertitude peuvent se conjuguer lorsque les marchés ne savent pas exactement comment interpréter la réaction des autorités à un choc et qu'ils se demandent si les mesures prises par la banque centrale reflètent un changement d'orientation à long terme ou si elles constituent simplement une réaction au choc. L'une des raisons pour lesquelles les marchés peuvent ne pas savoir quel sens donner aux mesures prises par la banque centrale est la divergence qui peut exister entre la perception qu'ils ont du choc et celle qu'a cette dernière. En particulier, les marchés et la banque centrale peuvent diverger d'opinion quant à la durée probable du choc et aux conséquences qu'il pourrait avoir pour l'économie.

Lorsqu'elle arrête ses mesures de politique monétaire, la banque centrale ne sait pas non plus comment les milieux financiers et le public réagiront à ses déclarations et à ses actions. La réaction sera-t-elle la même que par le passé, ou les relations économiques seront-elles différentes cette fois-ci? De quelle façon, par exemple, la demande globale réagira-t-elle à des mesures qui entraînent des mouvements des taux d'intérêt et du taux de change? Et comment l'inflation et les anticipations d'inflation seront-elles influencées par ces mesures?

Que peut faire la banque centrale pour réduire l'incertitude? Elle peut d'abord essayer de dissiper quelque peu l'incertitude qu'elle suscite dans le public et sur les marchés financiers la façon dont elle réagit aux différents chocs. Elle y parviendra en clarifiant l'objectif à long terme de la politique monétaire et les cibles à court terme sur lesquelles elle axe ses mesures de politique monétaire et en faisant connaître sa propre interprétation de l'évolution de la situation économique. Par ailleurs, en s'engageant à réaliser un objectif à long terme et en ne dérogeant pas à cet engagement, ainsi qu'en atténuant l'incertitude que soulève ses propres réactions aux chocs, la banque centrale peut réussir à modérer l'effet que ces chocs auront sur le comportement du secteur privé.

En bref, l'incertitude se manifeste partout, et sous différentes formes. C'est un phénomène qui, compte tenu de son ampleur, mérite une attention beaucoup plus grande que celle qu'on lui accorde généralement dans les études théoriques sur la politique monétaire, qui trop souvent n'en font pas grand cas. Je vais tenter de combler cette lacune dans le reste de ma conférence, qui est consacré au mécanisme de transmission de la

politique monétaire et aux initiatives prises par la Banque pour réduire l'incertitude.

PREMIÈRE PARTIE

Le mécanisme de transmission de la politique monétaire

Lorsqu'une banque centrale prend des mesures de politique monétaire, elle déclenche une chaîne de réactions qui se fait d'abord sentir sur les marchés financiers, se répercute ensuite sur le niveau de la dépense, de la production et de l'emploi et, finalement, agit sur le niveau des prix ou, plus précisément, sur le taux d'augmentation du niveau des prix. Les économistes appellent cette chaîne le «mécanisme de transmission».

La banque centrale met en oeuvre ses mesures de politique monétaire grâce au contrôle qu'elle exerce sur l'émission d'un actif financier capital, généralement désigné par l'expression «base monétaire» dans les textes économiques. La base monétaire, qui comprend les billets de banque émis par la banque centrale ainsi que les dépôts que les institutions financières tiennent auprès de cette dernière, tire son importance du fait qu'elle représente la forme ultime de liquidité dans le système financier. Les institutions financières détiennent de telles liquidités, qui ne comportent pas de risque de défaillance et ont une valeur immédiate, pour régler entre elles les flux nets résultant des paiements qui s'effectuent quotidiennement au sein de l'économie.

Par définition, la politique monétaire concerne le rythme de croissance de la masse monétaire. La cadence à laquelle la banque centrale laisse la base monétaire s'accroître au fil des ans a pour effet de favoriser ou de freiner l'expansion de la monnaie et du crédit au sein du système financier. Cela, à son tour, se répercute sur la demande de biens et de services. Et c'est le niveau de la demande par rapport à la capacité de l'économie de produire des biens et des services qui, finalement, détermine le taux d'inflation.

Cependant, dans la pratique, le rapport qui s'établit entre, d'une part, la base monétaire et, d'autre part, les agrégats de la monnaie et du crédit ou encore les mesures de la demande globale n'est pas suffisamment stable pour permettre à la Banque du Canada de conduire sa politique en faisant augmenter la base monétaire à une cadence donnée. Comme vous allez vous en rendre compte lorsque je décrirai tout à l'heure le processus de transmission, au Canada nous fondons plutôt nos décisions en matière de politique monétaire sur les liens qui unissent la base monétaire aux taux d'intérêt et au taux de change ainsi que sur

ceux qui lient ces prix du marché financier à la demande globale puis à l'inflation.

La façon dont les mesures de politique monétaire se répercutent sur le taux d'inflation a fait l'objet d'un examen approfondi au cours des ans. Certains aspects du mécanisme de transmission de ces mesures, comme l'incidence que les mouvements des taux d'intérêt ont sur la demande globale et sur l'inflation, ont beaucoup retenu l'attention. D'autres, comme le rapport entre les mesures prises par la banque centrale et les variations des taux d'intérêt et du taux de change, ont suscité relativement peu d'intérêt à l'extérieur des banques centrales. Ce que je compte examiner maintenant avec vous, c'est le rôle que jouent les marchés financiers dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire et l'influence que les différents types d'incertitude ont sur la manière dont ces marchés réagissent à l'évolution de la situation économique et aux mesures de politique monétaire.

a) Le premier élément de la chaîne de transmission : des mesures prises par la banque centrale aux taux d'intérêt à très court terme

Le mécanisme de transmission se met en branle lorsque la banque centrale ajuste la taille de son bilan afin de modifier l'offre de base monétaire au système financier. Par le passé, les banques commerciales étaient tenues par la loi de conserver, en guise de réserve, une certaine quantité de base monétaire. Depuis l'élimination des réserves obligatoires au Canada, ce n'est que pour régler entre elles, dans les registres de la Banque du Canada, le solde net des opérations quotidiennes de compensation des paiements que les grandes banques et d'autres institutions financières importantes maintiennent des dépôts à la Banque. Ces institutions sont appelées les adhérents, et les expressions «encaisses de règlement» et «soldes de règlement» sont maintenant employées pour désigner les dépôts que les adhérents tiennent à la Banque du Canada¹.

¹ Les institutions financières détiennent également des billets et des pièces de monnaie pour répondre à la demande du public. L'offre de billets de banque permet certes à la Banque du Canada d'acquérir des actifs qu'elle peut utiliser dans ses opérations sur le marché, mais le niveau de cette offre est simplement ajusté en fonction de la demande et n'entre pas, comme tel, dans le processus de mise en oeuvre de la politique monétaire. L'offre d'encaisses de règlement aux adhérents est le principal instrument dont se sert la Banque à cet égard.

Les banques centrales peuvent ajuster de diverses façons le niveau des encaisses de règlement qu'elles mettent à la disposition des adhérents. Dans les manuels, on insiste généralement sur le recours aux opérations d'open market pour modifier le niveau de ces encaisses; mais, au Canada, c'est surtout par le jeu des transferts quotidiens des dépôts du gouvernement entre les adhérents et la banque centrale que celle-ci agit sur les encaisses. Comment la Banque du Canada s'y prend au juste pour faire augmenter ou diminuer le volume des soldes de règlement n'est qu'une question technique². Ce qu'il faut retenir, c'est que la Banque est en mesure de susciter une réaction chez les adhérents en provoquant un excédent ou un manque d'encaisses de règlement. Les adhérents agissent rapidement pour corriger de tels déséquilibres à cause des coûts qu'ils comportent. Les encaisses excédentaires sont coûteuses parce qu'elles ne sont pas rémunérées et ne rapportent donc rien aux institutions financières; quant aux insuffisances, elles doivent être comblées par des prêts pour découvert octroyés par la Banque du Canada à un taux dissuasif.

Essentiellement, nous utilisons le contrôle que nous exerçons sur les encaisses de règlement dans le but d'influencer le taux d'intérêt applicable aux opérations que les institutions financières effectuent pour modifier leurs encaisses. Il s'agit du taux des prêts à un jour, parfois appelé le taux de l'argent au jour le jour. Les mouvements de ce taux agissent à leur tour sur les autres taux d'intérêt et sur le taux de change.

Il est normal, après la compensation des effets de paiement du jour précédent, que les comptes de certains adhérents affichent des excédents, et d'autres, des manques. Ce n'est que lorsque la Banque du Canada intervient pour amener le volume global des encaisses tenues chez elle au-dessus ou au-dessous du niveau désiré par les adhérents dans l'ensemble qu'elle provoque des répercussions sur le loyer de l'argent à un jour. En situation de manque, les adhérents réagissent en demandant le remboursement de prêts à un jour consentis aux courtiers en valeurs mobilières, en vendant des avoirs liquides à très court terme ou en cherchant plus activement à obtenir de gros dépôts à très court terme. Ces trois mesures ont pour effet de déclencher des pressions à la hausse sur le taux à un jour et sur d'autres taux à très court terme. À l'inverse, lorsque les encaisses de règlement pour l'ensemble des adhérents sont excédentaires, ces derniers ont généralement tendance à accorder davantage de prêts à un jour aux courtiers, à acheter des avoirs liquides à très

² Voir K. Clinton, «La gestion des encaisses : principale technique employée par la Banque du Canada dans la conduite de la politique monétaire», *Revue de la Banque du Canada*, janvier 1991.

court terme et à chercher moins activement à obtenir des dépôts à très court terme, ce qui pousse à la baisse le taux à un jour et les autres taux à très court terme.

Toutefois, même à cette étape initiale du processus de transmission, la Banque compose avec un élément d'incertitude, puisqu'elle ne peut prévoir avec précision le niveau des encaisses de règlement désiré par les adhérents. Par conséquent, il peut arriver que les mesures qu'elle prend ne produisent l'effet souhaité sur les taux à très court terme qu'avec un jour ou deux de retard.

b) Le deuxième élément de la chaîne : des taux à très court terme aux autres taux d'intérêt et au taux de change

Les mesures que prend la Banque du Canada pour modifier le loyer de l'argent à un jour finissent par agir sur les autres taux d'intérêt et sur le taux de change, mais cette action n'a pas une portée définie. Cette dernière dépend dans une très large mesure des attentes et des réactions des marchés financiers.

Le niveau des taux du marché monétaire au-delà du très court terme est étroitement lié aux attentes du marché concernant l'évolution des taux à un jour. Si la Banque intervient pour faire monter le taux à un jour, à la suite par exemple de la publication de nouvelles données concernant la vigueur des pressions de la demande au sein de l'économie canadienne, l'incidence qu'aura cette hausse sur les taux d'intérêt à un mois, à trois mois et ainsi de suite dépendra de la période pendant laquelle, selon les participants au marché, la Banque la maintiendra. Plus les intentions de la Banque paraîtront claires aux participants au marché, plus la réaction des autres taux à court terme sera ordonnée.

Lorsqu'on interprète les mouvements des taux d'intérêt à moyen ou à long terme au Canada, il faut partir du principe que ces taux sont fonction des attentes concernant l'évolution future des taux d'intérêt réels (y compris les primes de risque) et du taux d'inflation. Les attentes relatives au comportement à long terme des taux d'intérêt réels (à l'exclusion des primes de risque) sont susceptibles de tenir principalement à des facteurs internationaux³. Parmi ces facteurs, mentionnons les variations

³ Les divergences entre les profils attendus de la demande globale au Canada et à l'étranger exercent aussi une certaine influence sur les taux d'intérêt réels et sur les variations anticipées du taux de change réel du dollar canadien. Mais plus les échéances sont longues, moins l'incidence de ces facteurs est déterminante.

anticipées de la demande globale à l'échelle mondiale au cours des années à venir et l'évolution attendue à plus long terme de l'épargne (déduction faite de la désépargne dans le secteur public) et de la demande de capitaux dans le monde. Les primes de risque incorporées aux taux d'intérêt reflètent des facteurs comme la trajectoire prévue de la politique budgétaire et de la situation politique intérieure. Le taux d'inflation anticipé, quant à lui, dépend surtout des attentes du marché relativement à l'orientation de la politique monétaire nationale. Compte tenu de l'incertitude entourant toutes ces attentes, il n'est pas étonnant que les marchés réagissent parfois avec vigueur à la publication de données modifiant la perception qu'ils ont de ces différents facteurs. Les marchés financiers de par le monde étant devenus beaucoup plus ouverts au cours des dernières années, la taille des flux financiers internationaux a considérablement augmenté. Par conséquent, une modification importante des attentes sur un marché donné peut avoir un effet marqué sur les taux d'intérêt ailleurs dans le monde.

L'effet qu'une variation des taux d'intérêt à très court terme a sur la valeur externe du dollar canadien est également fonction des attentes du marché. Plus les participants au marché s'attendent à ce que persiste le nouveau niveau des taux à très court terme favorisé par les actions de la Banque, plus l'effet sur le taux de change sera marqué. Ainsi, plus le fondement des actions de la Banque est défini clairement, plus il sera facile de prévoir l'effet que celles-ci auront sur le taux de change. Toutefois, des facteurs autres que les mesures de politique monétaire prises par la Banque du Canada agissent aussi sur la valeur externe de notre monnaie. Par exemple, le taux de change du dollar canadien par rapport au dollar américain est également influencé par la politique monétaire américaine, par l'orientation de la politique budgétaire au Canada et aux États-Unis, par les positions conjoncturelles respectives des deux pays, par la tenue du dollar américain vis-à-vis des monnaies des pays d'outre-mer et par l'actualité politique. Là encore, la publication de nouvelles données peut modifier de façon sensible les attentes relatives à l'évolution de l'un ou l'autre de ces facteurs et, partant, influencer fortement le taux de change.

Pour illustrer l'importance que revêtent les anticipations du marché, voyons ce qui se produirait si la Banque intervenait d'une manière que le marché juge inappropriée dans les circonstances.

Supposons, par exemple, que la Banque intervienne pour faire baisser le taux à un jour après la publication de nouvelles données laissant croire que les pressions inflationnistes dans l'économie sont moins fortes que prévu. Qu'arriverait-il si le marché ne voyait pas la situation du même oeil que la Banque et

considérerait que les mesures prises par celle-ci risquent d'alimenter l'inflation? Comme ils s'attendraient à une montée du taux d'inflation, les investisseurs montreraient immédiatement plus de réticence à détenir des instruments en dollars canadiens aux taux d'intérêt du moment. En outre, leur incertitude face à l'avenir ne pourrait que s'accroître, car l'inflation tend à être moins prévisible lorsqu'elle se situe à des niveaux plus élevés. Des pressions à la hausse s'exerceraient alors sur les taux d'intérêt au-delà du très court terme, tant en raison de la hausse attendue du taux d'inflation qu'en raison des primes de risque plus élevées qu'exigeraient les investisseurs pour faire contrepoids au surcroît d'incertitude. Qui plus est, comme les investisseurs hésiteraient de plus en plus à détenir des instruments en dollars canadiens, le taux de change subirait des pressions à la baisse. Si le marché se mettait alors à anticiper une baisse de la valeur externe de la monnaie, on assisterait à une intensification des pressions à la hausse sur les taux d'intérêt, les investisseurs délaissant les placements en dollars canadiens pour éviter d'éventuelles pertes en capital.

En fin de compte, lorsque les mesures prises par la Banque dans le but de faire baisser les taux à un jour sont jugées inopportunes par les marchés, elles peuvent fort bien provoquer un recul des taux d'intérêt à très court terme sur le marché monétaire, peut-être même des taux à 30 jours, mais elles entraîneront aussi une hausse des taux à plus long terme vu l'aggravation des craintes d'une accélération de l'inflation et la dépréciation de la monnaie.

Les investisseurs qui s'intéressent aux obligations à long terme sont devenus beaucoup plus sensibles ces vingt dernières années au moindre soupçon d'inflation ou à tout indice laissant croire qu'une banque centrale est disposée à prendre plus de risques à l'égard de l'inflation et, donc, de la valeur externe de la monnaie. Cette sensibilité a été accentuée par les taux d'inflation élevés qui ont été observés au Canada et à l'étranger durant les années 70 et 80. De même, les marchés obligataires à long terme réagissent maintenant rapidement et directement aux préoccupations d'ordre budgétaire, sans doute parce que les opérateurs de ces marchés craignent que des pays ne soient tentés de monétiser leur dette lorsque celle-ci devient trop lourde.

Il arrive aussi que les marchés soient particulièrement nerveux et instables en raison de chocs économiques ou de préoccupations à l'égard de l'orientation des politiques. Dans ces cas, la banque centrale doit prendre des mesures propres à les rassurer. Par exemple, il est arrivé à plusieurs reprises au cours de la dernière décennie que le mouvement à la baisse du dollar canadien a miné la confiance et a poussé les marchés à s'attendre à de nouvelles dépréciations, ce qui a eu pour effet

de faire monter brutalement les taux d'intérêt. Dans ces circonstances, la tâche première de la Banque a été de calmer les marchés en les aidant à trouver de nouvelles fourchettes de variation des cours qui leur conviennent. Une fois les marchés rassérénés, la Banque a pu se concentrer sur la situation économique fondamentale, laquelle avait généralement été laissée pour compte durant la tourmente.

c) Le troisième élément de la chaîne : des taux d'intérêt et du taux de change à la demande globale

Nous avons examiné de manière assez détaillée comment les mesures prises par la Banque du Canada influencent les taux d'intérêt et le taux de change et à quel point les résultats souhaités dépendent des opinions et des attentes des marchés financiers. Le lien suivant dans la chaîne de transmission va des taux d'intérêt et du taux de change à la demande globale. Je serai bref sur ce point puisque ce lien a fait l'objet de nombreuses études et que les opinions de la Banque sur le sujet s'inscrivent nettement dans le courant de pensée dominant.

Les variations des taux d'intérêt agissent sur la demande globale par divers canaux, entre autres le coût du capital, la propension à épargner plutôt qu'à consommer et les effets qu'elles ont sur la richesse et les flux monétaires. Les principales composantes de la demande touchées sont le logement, les dépenses des ménages en biens durables ainsi que les investissements des entreprises en capital fixe et les variations des stocks. La réaction de la dépense sera fonction en partie de la persistance attendue du nouveau niveau des taux d'intérêt. Ce dernier facteur est important pour les agents économiques qui empruntent à court terme.

La manière dont le taux de change influence la demande est aussi relativement simple. Une variation de la valeur du dollar canadien se traduira d'abord par une modification des prix des biens et des services produits au Canada qui font l'objet d'échanges internationaux, et dont les prix sont déterminés sur les marchés mondiaux, par rapport aux biens et services que nous produisons et dont les prix ne sont pas (du moins pas entièrement) déterminés sur les marchés mondiaux. Principalement en raison de leur incidence sur les exportations et les importations, les changements des prix relatifs provoquent une série de réactions du côté de l'offre et de la demande, lesquelles vont se répercuter sur la production des biens fabriqués au Canada.

Ces réactions ne se produisent évidemment pas du jour au lendemain. Par ailleurs, elles seront plus ou moins prononcées selon que les marchés s'attendent à ce que la variation du taux de change soit éphémère ou durable. Prenons

par exemple le cas où un choc ayant pour effet de faire baisser fortement la demande globale au Canada entraîne un recul des taux d'intérêt et une dépréciation importante du dollar canadien. Il s'ensuivra une hausse des prix en dollars canadiens des produits canadiens dont les cours sont déterminés sur les marchés mondiaux, tels que la plupart des matières premières, ce qui rendra leur production plus rentable et favorisera une exploitation plus intensive des ressources existantes. Au fil du temps, les fournisseurs seront portés à augmenter leur capacité de produire cette catégorie de biens. L'importance des investissements effectués et la rapidité avec laquelle ils seront entrepris dépendront en grande partie du laps de temps pendant lequel on s'attend que le dollar canadien demeure à son nouveau niveau. Si l'on croit que la baisse sera éphémère, ou s'il y a beaucoup d'incertitude quant au maintien du dollar à ce niveau, les producteurs hésiteront à accroître leur capacité de production.

En somme, on peut conclure de ce bref exposé sur le troisième élément de la chaîne de transmission que la dépense réagira généralement de façon perceptible aux variations des taux d'intérêt et du taux de change, mais qu'il est difficile d'établir avec précision la force de cette réaction et le moment où elle se manifesterait. Les attentes relatives à l'évolution de la situation et l'incertitude quant aux résultats probables peuvent vivement influencer l'importance et la rapidité des modifications que certains agents apporteront au profil de leurs dépenses pour faire face aux variations des taux d'intérêt et du cours du dollar canadien. Autrement dit, les délais d'ajustement sont longs et incertains.

d) Le quatrième élément de la chaîne : de la demande globale à l'inflation

Le dernier élément de la chaîne de transmission est celui qui va des variations de la demande globale au taux d'inflation. À notre avis, l'inflation tendancielle est influencée principalement par le niveau des capacités excédentaires dans l'économie et par le taux d'inflation attendu.

Au fil du temps, c'est donc l'effet cumulatif de la pression exercée par la demande globale sur la capacité de production qui est le moteur de l'inflation. En outre, durant les années d'inflation élevée, il existait un lien particulièrement étroit entre le taux d'inflation observé et le taux d'inflation anticipé. Ainsi, une période de demande globale excédentaire donnait lieu à une hausse du taux d'inflation, qui, à son tour, alimentait rapidement les attentes d'inflation, exerçant du même coup d'autres pressions à la hausse sur l'inflation, et ce dans un engrenage que seule la résorption de la demande excédentaire pouvait rompre.

Mais, pour reprendre le fil général de ma conférence, le monde est plus incertain et plus imprévisible encore que ne le laisse supposer cette brève description des liens unissant les taux d'intérêt et le taux de change à la demande globale et à l'inflation. Dans la pratique, la demande globale et les prix font souvent l'objet de chocs. Ceux qui touchent la demande peuvent être d'origine extérieure ou intérieure. Les chocs d'origine intérieure comprennent aussi bien des mesures budgétaires que des changements soudains du profil des intentions d'investissement des entreprises ou des achats de biens durables par les ménages. Puis il y a les chocs d'offre, qui généralement touchent directement les prix. Au nombre de ces chocs il faut ranger par exemple les événements qui ont conduit aux augmentations du prix du pétrole dans les années 70, les désastres naturels qui influent sur l'offre et les prix des produits agricoles, ainsi que les progrès technologiques et les modifications des flux commerciaux qui se répercutent sur les approvisionnements et les prix des biens.

De tels chocs augmentent l'incertitude entourant l'évolution de la demande et des prix, mais ils peuvent aussi compliquer considérablement l'estimation du degré de pression que la demande globale exerce sur le taux d'inflation. Les chocs d'offre peuvent modifier la production potentielle de l'économie. Celle-ci est déjà très difficile à déterminer par des méthodes empiriques; il faut donc reconnaître que toute mesure des capacités excédentaires est entachée d'incertitude.

e) Le rôle de la monnaie et du crédit

Vous avez sans doute remarqué que je n'ai pas encore abordé le rôle des avoirs monétaires du public et celui du crédit dans le processus de transmission de la politique monétaire. Cela ne signifie pas que nous n'accordons pas d'importance aux agrégats de la monnaie et du crédit; de fait, nous suivons de très près leur comportement. Toutefois, nous les utilisons principalement comme indicateurs de l'évolution future et ne les considérons pas comme des maillons de la chaîne qui lie les mesures prises par la Banque au taux d'inflation.

Nos recherches révèlent que la croissance de M1 réel (c'est-à-dire l'agrégat monétaire au sens étroit M1 dégonflé à l'aide du niveau des prix) est un indicateur utile de la croissance future de la production réelle, et que la croissance des agrégats monétaires au sens large est un bon indicateur avancé du taux d'inflation. Les agrégats monétaires permettent donc des recoupements qui éclairent les autres projections concernant la production et l'inflation. Ainsi, une croissance rapide de ces agrégats qui n'est pas compatible avec la situation économique et qui ne peut pas être justifiée par un aspect particulier de l'évolution de la situation financière peut

signaler à l'avance la nécessité de resserrer les conditions monétaires.

Jusqu'à ces derniers temps, le rôle du crédit dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire était passé sous silence dans la plupart des études traitant de ce mécanisme. De façon implicite, le crédit était traité par les économistes comme étant déterminé par la demande de financement, que les institutions financières se contentaient passivement de satisfaire. Plus récemment, des auteurs se sont penchés sur l'octroi du crédit, à la fois comme phénomène microéconomique et comme élément du mécanisme de transmission. Le débat soulevé par le phénomène de «l'étranglement du crédit» aux États-Unis au début des années 90 a contribué à donner une coloration plus pratique à la question du crédit.

L'aspect de l'analyse des marchés du crédit qui intéresse particulièrement la Banque touche la question de savoir si ses mesures de politique monétaire entraînent un ajustement systématique, de la part des institutions financières, des modalités de leurs prêts qui ne se rapportent pas aux prix. Dans le cas où de tels ajustements ne seraient pas corrélés avec les variations des taux d'intérêt, la Banque aurait à les surveiller de près lorsqu'elle évalue les effets que ses mesures ont sur l'économie. Il importe aussi d'établir s'il existe des chocs ayant leur source sur les marchés mêmes du crédit – tels que les «étranglements du crédit» – qui pourraient avoir des répercussions macroéconomiques étendues et auxquels les autorités monétaires devraient réagir.

De nombreux travaux ont été consacrés ces derniers temps à ces questions aux États-Unis, mais au Canada la recherche sur le crédit en est encore à ses balbutiements. Quelques études traitant de ce sujet ont été présentées à un colloque tenu en novembre dernier à la Banque du Canada. Bien qu'elles n'aient pas abouti à des résultats décisifs, ces études ont éclairci quelque peu plusieurs aspects du rôle du crédit. La conclusion la plus remarquable qu'elles ont livrée est que le crédit n'est pas, semble-t-il, un facteur particulièrement utile pour expliquer la croissance globale de la dépense nominale, pas plus qu'il ne serait un indicateur très utile des variations de la tendance de celle-ci.

DEUXIÈME PARTIE

Les initiatives prises par la Banque en vue de réduire l'incertitude

La première partie de ma conférence a porté sur la difficulté de prévoir avec exactitude l'incidence que les mesures de politique monétaire ont sur l'économie étant donné la présence

de diverses formes d'incertitude. La deuxième sera consacrée aux initiatives que nous avons prises à la Banque en vue de réduire une forme d'incertitude en particulier – soit celle qui peut entourer le comportement de la Banque – avec pour objectif l'amélioration du fonctionnement des marchés monétaires et, de façon plus générale, de l'économie. Je décrirai cinq de ces initiatives.

1. La stabilité des prix comme but de la politique monétaire

La Banque a traité à plusieurs occasions des avantages que comporte la stabilité des prix, et cela de façon exhaustive dans son *Rapport annuel* pour l'année 1990. Je n'ai pas l'intention de reprendre les mêmes arguments ici, mais je désire souligner que l'un des avantages de la stabilité des prix est le degré accru de certitude qu'elle procure à l'économie. Le processus inflationniste est toujours empreint d'incertitude et complique immensément la tâche des épargnants et des investisseurs, des prêteurs et des emprunteurs ainsi que des employeurs et des employés lorsqu'ils doivent prendre des décisions économiques qui nécessitent une prévision de l'avenir.

Certaines personnes s'opposent à ce que l'objectif ultime de la politique monétaire soit la maîtrise de l'inflation, car elles craignent que les banques centrales se désintéressent alors du niveau de l'activité économique et de l'emploi. Il est indéniable que la politique monétaire influence à court terme la demande, la production et l'emploi, mais la thèse d'un arbitrage inverse à long terme entre l'inflation et le chômage a été largement réfutée. En longue période, la politique monétaire agit sur l'inflation, et la banque centrale doit formuler son objectif en fonction de la variable qu'elle peut s'attendre à influencer.

Je m'empresse d'ajouter que la stabilité des prix comme but de la politique monétaire n'est pas incompatible avec la réalisation de la croissance de l'économie et de l'emploi. En effet, comme la stabilité des prix rend plus facile la décision d'effectuer des investissements qui amélioreront la productivité, elle favorise la croissance. En outre, en maintenant résolument le cap sur la stabilité des prix, la politique monétaire jouera en quelque sorte le rôle de stabilisateur automatique de l'économie. Les pressions excessives de la demande qui pourraient créer de l'inflation sont atténuées par ce type de politique monétaire, alors qu'une faible demande risquant d'engendrer une déflation commande des conditions monétaires plus expansionnistes. En revanche, une politique monétaire qui compose avec l'inflation sera génératrice de cycles de surchauffe et de flambée inflationniste qui seront suivis de récessions rendues plus pénibles par les mesures requises pour corriger les

distorsions dues à l'inflation. Voilà pourquoi la stabilité des prix contribue à la stabilité de l'ensemble de l'économie⁴.

2. Les cibles de réduction de l'inflation

Lorsqu'un pays est aux prises avec l'inflation, il ne suffit pas que la banque centrale annonce ou réaffirme qu'elle entend réaliser la stabilité des prix pour convaincre soudainement le public de changer ses attentes et de commencer à baser sa planification sur la stabilité des prix. Parce qu'elle est un peu vague, la notion de stabilité des prix peut soulever des questions chez les agents économiques. À quel taux de variation de l'indice des prix peut-on parler de stabilité des prix? Combien de temps faudra-t-il pour parvenir à la stabilité des prix?

Ces questions se sont posées au Canada après les flambées inflationnistes des années 70 et 80, et nous avons compris que l'engagement général pris par la Banque de chercher graduellement à réaliser la stabilité des prix laissait encore trop de place à l'incertitude quant à l'objectif poursuivi par la politique monétaire. Autrement dit, après deux décennies d'inflation, un tel engagement général de la Banque du Canada à l'égard de la stabilité des prix n'était pas suffisamment crédible en soi pour favoriser le changement des comportements et des attentes qui allait faciliter le recul de l'inflation.

C'est dans ce contexte que la Banque du Canada et le gouvernement canadien ont établi, en février 1991, des cibles explicites de réduction de l'inflation dans le but de clarifier davantage la trajectoire vers la stabilité des prix. L'objectif visé était de ramener dans un premier temps le taux d'inflation à 2 % (ou dans une fourchette de 1 à 3 %) à la fin de 1995, puis de continuer à progresser vers la stabilité des prix. En décembre 1993, la Banque et le gouvernement ont annoncé conjointement de nouvelles cibles pour la maîtrise de l'inflation et ont décidé de prolonger jusqu'à la fin de 1998 la période d'application de la fourchette d'évolution de l'inflation de 1 à 3 %. Par la suite, il est entendu que les efforts en vue de réaliser la stabilité des prix devront se poursuivre et qu'une définition pratique de cette dernière devra être fournie d'ici 1998.

En rendant plus explicites ses objectifs en matière de maîtrise de l'inflation, la Banque entendait non seulement

⁴ Un certain nombre de questions touchant le comportement de l'économie en régime de stabilité des prix ont été étudiées lors d'un colloque sur la stabilité des prix tenu à la Banque du Canada en octobre 1993.

influencer les attentes d'inflation, mais aussi réduire l'incertitude au sein de l'économie et sur les marchés financiers. En outre, en présence de cibles crédibles, les attentes relatives à l'inflation, donc l'inflation elle-même, sont moins susceptibles de réagir aux chocs temporaires de l'offre et de la demande dont j'ai parlé plus tôt. Par ailleurs, les cibles imposent à la Banque une certaine forme de discipline en la rendant plus comptable de ses décisions. Les mesures de politique monétaire deviennent alors plus prévisibles et créent donc moins d'incertitude pour ceux qui doivent prendre des décisions de nature économique.

Quel effet les cibles de réduction de l'inflation ont-elles eu en fait? Comme vous le savez, depuis que les cibles sont en place, l'inflation a fortement diminué, et elle se situe actuellement à environ 2 %, soit près du milieu de la fourchette visée. Je n'irai cependant pas jusqu'à dire que cette baisse est uniquement attribuable aux cibles. Des facteurs d'origine externe et interne y ont aussi contribué. Quoi qu'il en soit, j'estime que les cibles ont contribué à la réalisation et au maintien, ces quatre dernières années, d'un bas taux d'inflation au Canada. En fait, il est probable que le maintien d'une très faible inflation sur lequel tablent maintenant de nombreuses entreprises canadiennes dans leurs plans à moyen terme repose pour une bonne part sur l'engagement de la Banque et du gouvernement envers les cibles établies.

3. L'utilisation de cibles et d'indicateurs intermédiaires

Compte tenu des longs délais qui interviennent dans le processus de transmission et des incertitudes qui l'entourent, personne, ni d'ailleurs les banques centrales, ne sait avec certitude quels effets les mesures de politique monétaire auront sur l'inflation. C'est pourquoi les banques centrales ont adopté divers indicateurs intermédiaires et ont, à l'occasion, établi des cibles en fonction de ces indicateurs; celles-ci les aident à conduire la politique monétaire et leur permettent de mieux renseigner les observateurs et de les rassurer sur l'orientation de la politique monétaire.

À la suite de la flambée de l'inflation et de sa persistance dans la plupart des pays au cours des années 70, les banques centrales ont abandonné l'utilisation de cibles opérationnelles pour les taux d'intérêt à court terme au profit de cibles intermédiaires pour des variables quantitatives exprimées en termes nominaux. Un grand nombre de ces banques ont alors adopté des cibles intermédiaires pour les agrégats monétaires. Ces cibles étaient censées fournir un point d'ancrage à la politique monétaire et prévenir les politiques telles que celles qui avaient, bien involontairement, favorisé

une accélération de l'inflation à la fin des années 60 et au début des années 70.

La Banque du Canada a aussi eu recours, entre 1975 et 1982, à une cible de ce type, soit l'agrégat monétaire au sens étroit M1. Toutefois, en dépit de son utilité initiale, M1 n'a pas permis à la Banque de contenir l'inflation lorsque les pressions de la demande se sont intensifiées vers la fin des années 70. Cela était en partie imputable au fait que M1 était beaucoup plus sensible aux mesures de la Banque touchant les taux d'intérêt à très court terme que ne l'étaient la demande globale et l'inflation⁵. En outre, l'arrivée massive d'innovations financières a compliqué l'interprétation de cet agrégat⁶, et M1 a finalement dû être abandonné comme cible en 1982.

Depuis, la Banque a étudié la possibilité d'utiliser d'autres agrégats comme cibles intermédiaires, mais aucun ne s'est révélé suffisamment fiable. La Banque est donc revenue, pendant quelques années, aux cibles opérationnelles en matière d'évolution des taux d'intérêt à court terme.

À première vue, cette approche pourrait sembler comporter les mêmes problèmes et les mêmes incertitudes que ceux qu'on a connus à la fin des années 60 et au début des années 70, lorsque le recours à de telles cibles n'avait pas réussi à aider les autorités monétaires à contrer la spirale inflationniste. Mais cette fois la situation était différente à cause de l'engagement beaucoup plus ferme des autorités envers la stabilité des prix et de l'adoption, plus récente, de cibles de maîtrise de l'inflation.

Un autre changement important qui est survenu ces dernières années a été l'utilisation par la Banque des conditions monétaires plutôt que des taux d'intérêt à court terme comme guide d'opération dans la conduite de la politique monétaire. Par conditions monétaires on entend l'effet conjugué des variations des taux d'intérêt à court terme et du taux de change. Nous visons, pour les conditions monétaires, une trajectoire qui amène la demande globale et les prix à évoluer en conformité avec l'objectif de maîtrise de l'inflation.

⁵ Gordon Thiessen, «The Canadian Experience with Monetary Targeting», *Central Bank Views on Monetary Targeting*, publié sous la direction de Paul Meek, Banque fédérale de réserve de New York, New York, 1983.

⁶ Charles Freedman, «Financial Innovation in Canada : Causes and Consequences», *American Economic Review*, vol. 73, mai 1983.

Si, à la Banque du Canada, nous avons retenu les conditions monétaires comme guide d'opération de la politique monétaire, c'est parce que nous sommes conscients qu'en régime de taux de change flexible, comme je l'ai expliqué plus tôt, la politique monétaire se transmet à l'ensemble de l'économie par l'entremise des taux d'intérêt et du taux de change. Par conséquent, lorsque la banque centrale adopte des mesures pour assouplir ou resserrer sa politique monétaire (en réaction à de nouveaux renseignements), elle doit tenir compte de l'évolution des deux variables par lesquelles elle agit sur la demande globale. De même, lorsque le taux de change est influencé par un facteur exogène, par exemple lorsque des inquiétudes d'ordre politique provoquent la dépréciation de la monnaie, l'évolution des conditions monétaires devrait montrer clairement la nature expansionniste du choc et la nécessité d'un relèvement des taux d'intérêt pour y faire contrepoids.

L'indice des conditions monétaires (ICM) de la Banque est une moyenne des taux d'intérêt à court terme et du taux de change effectif pondéré par l'importance relative de leurs effets estimés sur la demande globale. Par conséquent, une variation de l'ICM donne rapidement une idée de l'effet qu'ont sur la demande globale les changements qui surviennent dans les deux canaux par lesquels les mesures de politique monétaire exercent leur principale action.

Je ne voudrais pas sembler trop enthousiaste à propos de l'ICM. Cet indice n'est pas utilisé automatiquement dans la conduite de la politique monétaire. Par exemple, nous ne cherchons pas à ajuster les taux d'intérêt à chaque sursaut du taux de change. Mais si un phénomène quelconque poussait le taux de change dans une fourchette de variation où il semblerait devoir demeurer un certain temps (et en l'absence d'autres chocs sur la demande globale), la Banque chercherait à annuler l'effet de ce phénomène sur la demande globale en suscitant un mouvement compensatoire des taux d'intérêt.

Il convient de noter aussi que la Banque n'a aucun contrôle direct sur la «répartition» de l'effet de ses actions entre les taux d'intérêt et le taux de change. Il peut arriver, à cause des incertitudes sur les marchés financiers dont j'ai fait état plus tôt, qu'un assouplissement de la politique monétaire donne lieu à une légère baisse des taux d'intérêt et à une dépréciation assez importante du dollar canadien. À un autre moment, la même mesure peut entraîner un repli plus marqué des taux d'intérêt et une légère dépréciation du dollar. À cet égard, je tiens à souligner que la Banque n'exerce pas de contrôle sur le taux de change et ne cherche pas à le faire. C'est l'interprétation que fait le marché, selon la conjoncture économique, des mesures que prend la Banque centrale qui détermine les réactions du taux de change à ces mesures.

Même si les conditions monétaires nous servent de guide d'opération dans la conduite de la politique monétaire, il n'est pas possible d'établir pour l'ICM une trajectoire cible immuable. Les conditions monétaires doivent au contraire être constamment réévaluées et ajustées de façon à répondre aux chocs de toutes sortes si l'on veut que l'évolution de l'économie reste compatible avec l'objectif qu'est la maîtrise de l'inflation.

4. Les fourchettes cibles pour le taux du financement à un jour

En utilisant les conditions monétaires comme guide, nous nous appliquons à ajuster les encaisses de règlement de façon à provoquer une variation du taux à un jour, puis à amener le changement souhaité de l'indice des conditions monétaires. Comme je l'ai déjà fait remarquer, cet élément de la chaîne de transmission est celui qui a suscité le moins de recherche; aussi, les mesures que nous avons prises et les intentions qui nous animent n'ont-elles pas toujours été clairement comprises par le secteur financier.

Afin d'accroître la transparence de ses actions, la Banque a décidé vers le milieu de l'année dernière de modifier sa tactique de façon à indiquer plus explicitement les limites dans lesquelles elle voulait voir évoluer le taux du financement à un jour. Depuis lors, elle a établi pour ce taux une fourchette cible d'une amplitude de 50 points de base. La Banque s'est efforcée, par ses opérations sur le marché monétaire, de maintenir le taux à un jour dans la fourchette visée et d'indiquer clairement les limites de cette dernière aux participants aux marchés. La fourchette cible est modifiée lorsque les conditions économiques ou les conditions du marché l'exigent, mais le seul fait de recourir à une fourchette de cette nature implique des changements généralement peu fréquents. Cependant, il peut arriver, comme cela a été le cas en janvier dernier, que les conditions du marché exigent une série de variations sur une très courte période. Lorsque la Banque décide de modifier la fourchette cible, le marché en est très rapidement informé à partir des taux auxquels la Banque conclut des opérations sur le marché du financement à un jour. En indiquant explicitement la fourchette visée pour le taux du financement à un jour, la Banque espère lever l'incertitude à l'égard de ses intentions, laquelle a parfois nui à la transmission des mesures de politique monétaire aux taux d'intérêt à plus long terme et au taux de change.

5. Une plus grande divulgation des opérations de la Banque

La dernière initiative qu'a prise la Banque pour atténuer l'incertitude entourant la politique monétaire dont j'aimerais vous parler a été de fournir plus d'information sur ses mesures de politique monétaire et sur l'interprétation qu'elle fait de l'évolution économique et financière. Je suppose que beaucoup d'entre vous savent déjà que la Banque publie, depuis 1987, des extraits des exposés sur la politique monétaire qui sont présentés à ses administrateurs lors des réunions régulières du Conseil d'administration. Outre ces extraits, chaque livraison de la Revue trimestrielle de la Banque renferme, depuis le début de 1993, des observations sur la politique monétaire.

Nous allons bientôt publier, dans un rapport semestriel sur la politique monétaire, un compte rendu plus détaillé de l'évolution de l'inflation et de la conduite de la politique monétaire qui viendra compléter les renseignements que nous fournissons déjà. Ce rapport fera état de la façon dont nous avons mené la politique monétaire, et sera utile à ceux qui souhaitent être plus éclairés sur la politique monétaire quand vient le moment de prendre des décisions de nature économique. Le premier de ces rapports sera publié au début de mai prochain.

* * * * *

Conclusion

Je tire de cet exposé sur l'incertitude et le processus de transmission de la politique monétaire trois grandes conclusions au sujet de cette politique.

La première concerne le rôle que la politique monétaire peut jouer dans l'économie. De toute évidence, compte tenu de la présence généralisée d'incertitudes, la politique monétaire ne peut être menée de façon mécanique. Mais il ne faut pas non plus passer à l'autre extrême et conclure que toutes ces incertitudes rendent quasi impossible la conduite d'une politique cohérente.

Comme les effets de la politique monétaire sont étalés dans le temps d'une façon qui n'est pas aisément prévisible, les responsables doivent avoir un point de mire à moyen terme stable. Cela exclut donc les tentatives de réglage fin de l'économie en vue d'éviter les fluctuations cycliques de la production et de l'emploi. Par contre, le maintien de la stabilité des prix au fil des années est un objectif qui sied bien à la politique monétaire. Autrement dit, la stabilité des prix est la

contribution que la politique monétaire est en mesure d'apporter au bon fonctionnement de l'économie.

Ma deuxième conclusion se rapporte à l'importance que revêtent les marchés financiers et les anticipations de ses participants dans le processus de transmission de la politique monétaire. La description que j'ai faite de ce processus dans ma conférence ne concorde pas avec l'opinion très répandue selon laquelle la Banque du Canada exerce un contrôle sur toute la gamme des taux d'intérêt au Canada. Cette perception est un vestige de l'époque où les marchés financiers canadiens et étrangers étaient sujets à des contrôles et à des restrictions de toutes sortes, et où les pressions qui s'y exerçaient tendaient à se traduire par un resserrement de l'offre de capitaux plutôt que par des mouvements des taux d'intérêt. De nos jours, les marchés sont plus ouverts, plus internationaux et, par conséquent, nettement plus efficaces. Mais il en découle que les taux d'intérêt sont plus variables, et au Canada, il est entendu que les taux vont réagir aux phénomènes d'origine internationale ou nationale qui modifient les attentes des marchés.

Cela ne signifie pas pour autant que le marché contrôle les taux d'intérêt et que la Banque n'est pas en mesure de poursuivre une politique monétaire axée sur les besoins de l'économie canadienne. Je résumerai ma pensée à ce sujet en quelques lignes. La Banque agit directement sur les taux à très court terme et, par leur entremise, a un effet sur le taux de change. Sa principale action sur les taux à long terme est indirecte et passe par l'influence qu'elle a sur les attentes des marchés relativement à l'inflation. Ces formes d'influence qu'exercent la Banque lui suffisent pour mener une politique monétaire anti-inflationniste indépendante. Cependant, plus notre engagement à maîtriser l'inflation et à atteindre la stabilité des prix sera clair, plus notre politique monétaire sera efficace.

Cela m'amène à ma troisième conclusion. Dans le monde incertain que je viens de vous décrire, qui est exposé aux chocs et où les marchés sont plus ouverts et plus internationaux qu'ils ne l'étaient auparavant, il importe non seulement que l'objectif ultime de la politique monétaire soit clair, mais aussi que la mise en oeuvre de cette politique soit aussi transparente que possible. Voilà pourquoi les initiatives dont j'ai parlé plus tôt et qu'a prises la Banque en vue de mieux renseigner le public sur ses activités s'appliquent à chacun des éléments de la chaîne de transmission de la politique monétaire, depuis les mesures que nous prenons pour modifier le taux du financement à un jour jusqu'à l'effet que ces mesures ont finalement sur l'inflation.

L'information n'est évidemment utile que si elle est crédible. En ce qui concerne notre engagement à réaliser et à maintenir la stabilité des prix, seuls les résultats que nous obtiendrons au fil du temps nous vaudront cette crédibilité. Mais un examen rétrospectif de l'évolution de l'économie montre clairement qu'une fois qu'une politique monétaire axée sur la stabilité des prix devient crédible, l'objectif est plus facile à atteindre et à maintenir et devient un atout majeur dans la réalisation de résultats économiques bons et durables.