



BANQUE DU CANADA

**Allocution prononcée par
Gordon G. Thiessen
gouverneur de la Banque du Canada**

devant

l'Association de gestion de trésorerie du Canada
Calgary (Alberta)
le 4 octobre 1995

Ne pas publier avant le 4 octobre 1995
à 10 h 30, heure avancée des Rocheuses
12 h 30, heure avancée de l'Est

Allocution prononcée par Gordon G. Thiessen
gouverneur de la Banque du Canada
devant l'Association de gestion de trésorerie du Canada
Calgary (Alberta)
le 4 octobre 1995

Je me réjouis de l'occasion qui m'a été offerte de m'adresser aujourd'hui à l'Association de gestion de trésorerie. Le thème de votre colloque de cette année, *Steering for Success* (Cap sur le succès), aurait été un excellent titre pour mon allocution, car il résume bien l'idée que nous nous faisons à la Banque du Canada de l'essentiel de notre mission en matière de politique monétaire.

Comme je n'ai pas, pour mon allocution, un titre qui rende compte de tous les points que j'entends aborder, je vais vous les énumérer. Je me propose de vous entretenir de l'objectif de la politique monétaire et de la façon dont la Banque mène ses opérations en vue d'atteindre cet objectif et de contribuer au bien-être économique des Canadiens. Je vais ensuite faire le point sur l'économie et sur les mesures de politique monétaire prises ces derniers temps et, en conclusion, je ferai quelques observations sur le rôle de la Banque et sa participation aux initiatives qui sont en train de façonner les systèmes de compensation et de règlement, un autre secteur où, à mon avis, il importe de mettre le cap sur le succès.

L'objectif de la politique monétaire

La politique monétaire canadienne a pour objectif de promouvoir la bonne tenue de l'économie au moyen de la stabilité des prix. Depuis 1991, le gouvernement et la Banque du Canada se sont engagés conjointement à réaliser la stabilité des prix. Et pour rendre cet engagement clair et crédible, ils se sont entendus sur une série de cibles explicites de maîtrise de l'inflation. Pour l'heure, on vise un taux d'inflation oscillant à l'intérieur d'une fourchette de 1 à 3 % (avec 2 % comme point médian) jusqu'à la fin de 1998. D'ici là, comme ils s'y sont engagés, le gouvernement et la Banque auront arrêté une fourchette cible d'évolution de l'inflation compatible avec la définition de la stabilité des prix à long terme.

Mais pourquoi insiste-t-on sur la stabilité des prix et pourquoi s'en préoccupe-t-on tant au Canada? Je vous rappelle avant tout qu'à la Banque du Canada nous ne considérons pas la

stabilité des prix comme une fin en soi, mais plutôt comme un moyen d'atteindre notre but ultime, qui est de favoriser une économie canadienne productive et qui fonctionne bien.

Je ne pense pas qu'il soit nécessaire que je m'étende sur les nombreux avantages que procure la stabilité des prix ou sur les torts énormes que cause une inflation endémique. Beaucoup d'entre vous en ont déjà entendu parler. Pour avoir une idée de la nature insidieuse de l'inflation, on n'a qu'à se rappeler les années 70 et 80, lorsque les taux d'inflation élevés avaient donné lieu à des poussées récurrentes d'activités spéculatives et à l'alternance de cycles de surchauffe et de récession, sans gains de productivité.

Je ne prétends pas que la stabilité des prix éliminera complètement les cycles économiques, car cela n'est pas vrai. Cependant, je crois qu'avec une politique monétaire axée sur le maintien de la confiance dans la valeur de la monnaie, les Canadiens seront en meilleure position pour prendre de bonnes décisions économiques. Et cela donnera lieu à une meilleure tenue de l'économie en général et à des variations cycliques plus modérées que celles que nous avons connues dans le passé.

Voyons maintenant quels résultats nous avons enregistrés récemment sur le front de l'inflation. D'abord, laissez-moi vous rappeler que les cibles de maîtrise de l'inflation sont exprimées en fonction de l'indice des prix à la consommation (IPC). Cependant, aux fins de la conduite de sa politique monétaire, la Banque utilise un indice de référence de l'IPC qui exclut les variations de courte durée du taux d'inflation attribuables aux mouvements des composantes volatiles de l'indice que sont les aliments et l'énergie, de même qu'aux modifications des impôts indirects. Selon cette mesure, le taux tendanciel d'inflation s'est maintenu à l'intérieur de la fourchette cible au cours des quatre dernières années.

Ce taux tendanciel a augmenté pour s'établir dans la moitié supérieure de la fourchette cible au cours du premier semestre de 1995. Cependant, les pressions à la hausse qui se sont exercées sur les prix pendant cette période étaient pour la plupart temporaires et reflétaient principalement les effets de la dépréciation passée du dollar canadien et le renchérissement marqué des prix mondiaux des matières industrielles survenu l'an passé. En partie à cause de l'atténuation des effets de la dépréciation du dollar, l'inflation revient maintenant vers le milieu de la fourchette cible, comme la Banque l'avait prévu au début de cette année. On peut donc dire qu'en général l'économie canadienne a enregistré de bons résultats au chapitre des prix au cours des années récentes.

L'économie

Que peut-on dire des résultats obtenus par le Canada sur le plan de l'expansion économique? Que laissent entrevoir ces résultats en matière d'évolution de l'inflation et de croissance économique dans l'avenir?

L'économie canadienne a connu une croissance très rapide en 1994. Un certain ralentissement était donc prévisible en 1995, et probablement souhaitable pour que l'activité adopte un rythme de progression plus soutenable. Toutefois, à cause d'un certain nombre de facteurs inattendus, le ralentissement qui a eu lieu au premier semestre de 1995 a été beaucoup plus accentué que prévu. En effet, le volume des exportations, qui avait affiché une croissance robuste tout le long de 1994, a fortement chuté au cours de ce semestre, en raison surtout de la vive décélération de l'expansion économique aux États-Unis. Les ménages canadiens ont très promptement réagi au relèvement des taux d'intérêt à court terme effectué à la fin de 1994 et au début de 1995 pour maintenir la confiance dans le dollar canadien face à l'agitation des marchés. Par ailleurs, il semble que certains résultats des mesures de restriction budgétaire annoncées par les administrations publiques canadiennes se soient manifestés plus tôt que prévu. Chacun de ces facteurs a rendu les consommateurs canadiens peu enclins à dépenser.

Les perspectives de l'économie canadienne restent toutefois favorables. L'activité économique s'accélère aux États-Unis, et les prix mondiaux de la plupart des produits de base que le Canada exporte (à l'exception des produits énergétiques) se maintiennent à des niveaux élevés. De plus, les facteurs fondamentaux positifs qui soutiennent l'économie depuis plusieurs années, en l'occurrence l'amélioration de la productivité, la maîtrise effective des coûts dans l'ensemble des secteurs et la forte position concurrentielle des entreprises canadiennes, restent à l'oeuvre. C'est pourquoi je m'attends à ce que les signes d'un regain de vigueur de l'économie canadienne apparaissent d'ici la fin de l'année. Je crois également que le niveau de l'activité sera plus bas en fin d'année et la marge des capacités inutilisées plus grande que nous ne l'avions prévu il y a six mois.

La persistance de capacités excédentaires au sein de l'économie canadienne et le succès remporté par les entreprises dans la maîtrise de leurs coûts continueront d'exercer des pressions à la baisse sur l'inflation au cours des prochains mois. Le taux d'inflation devrait par conséquent diminuer pour se situer au milieu de la fourchette cible vers la fin de l'année et, s'il ne survient pas de nouveaux chocs, dans la partie inférieure de cette fourchette en 1996.

À plus long terme, ces bons résultats sur le front de l'inflation ainsi que l'engagement pris par la Banque de contenir l'inflation constituent des bases solides pour une expansion économique durable au Canada. Nous devons toutefois reconnaître que l'économie canadienne subit encore quelques ajustements structurels importants, dont elle a grandement besoin. Ces derniers auront probablement une incidence considérable sur le rythme de l'expansion économique pendant un certain temps. Je pense en particulier à la nécessité de corriger les déséquilibres qui sont apparus ces dernières années, notamment les importants déficits de nos finances publiques et notre niveau élevé d'endettement public et envers l'étranger. Les restrictions budgétaires mises en oeuvre par le secteur public constituent un élément clé du processus de correction. Je suis heureux de dire que nos diverses administrations ont pris un bon départ cette année, même s'il reste encore beaucoup à faire pour que les finances publiques continuent de s'améliorer.

Tout cela revient à dire qu'il est possible que la demande intérieure totale soit freinée pendant que s'opéreront cette essentielle restructuration ainsi que le transfert de ressources du secteur public au secteur privé que cela implique. Ainsi, il est probable que nous ayons à compter en grande partie sur le secteur extérieur pendant un certain temps encore pour alimenter l'activité économique au pays.

Les conditions monétaires et les mesures de politique

Jusqu'ici, j'ai surtout parlé de l'orientation de la politique monétaire ainsi que de la tenue récente et des perspectives canadiennes en matière d'inflation et de croissance économique. J'aimerais maintenant aborder les mesures de politique monétaire adoptées ces derniers temps.

Comme le Canada est une économie ouverte fonctionnant sous un régime de taux de change flottants, les mesures de politique monétaire prises influent sur l'évolution économique par le truchement à la fois des taux d'intérêt et du taux de change. C'est pourquoi la Banque s'appuie sur le concept de «conditions monétaires» lorsqu'elle évalue l'effet que la conjugaison des variations des taux d'intérêt à court terme et celles du taux de change a sur l'économie.

Aux fins de la conduite de la politique monétaire, nous arrêtons en premier lieu une trajectoire souhaitée pour l'évolution des conditions monétaires conforme à l'évaluation que nous faisons des perspectives économiques et à nos objectifs en matière de maîtrise de l'inflation. En second lieu, nous axons les mesures que nous mettons en oeuvre sur la réalisation de

cette trajectoire. Il peut cependant arriver qu'on doive temporairement déplacer l'accent pour maintenir la confiance sur les marchés financiers. Un tel changement est dicté par le fait que les marchés financiers ne fonctionnent pas bien s'ils ne sont pas rassurés quant à la valeur future de la monnaie et des actifs financiers au Canada.

Nous avons dû prendre des mesures, au début de l'année, pour contrer une crise de confiance à l'égard du dollar canadien. Cela s'est produit au moment où l'agitation des marchés financiers mondiaux, l'incertitude politique au pays et, tout particulièrement, les préoccupations des investisseurs quant à la capacité des administrations publiques canadiennes de soutenir leurs situations budgétaires avaient fait grimper les primes de risque incorporées aux taux d'intérêt, sur toute la gamme d'échéances, et exercé des pressions à la baisse sur le dollar canadien. Dans le but de stabiliser ces marchés, la Banque a relevé sa fourchette cible pour le taux du financement à un jour en cinq occasions en janvier et en février, de sorte que celle-ci a augmenté de 250 points de base au total.

Depuis lors, le gouvernement fédéral et la plupart des administrations provinciales ont pris d'importantes mesures pour ramener leurs situations budgétaires sur une trajectoire plus viable. Ces mesures ont été bien reçues par les marchés. De plus, à la faveur de l'atténuation des pressions de la demande aux États-Unis et de la décélération de l'expansion dans les grands pays d'outre-mer, les taux d'intérêt se sont inscrits en baisse à l'échelle internationale. Cette décreue des taux a aidé les grands emprunteurs comme le Canada.

Dans ce contexte, les taux à long terme canadiens ont fléchi et le cours du dollar a eu tendance à se raffermir tout au long de l'été. Par ailleurs, la Banque a été en mesure d'inverser la majeure partie de la montée que les taux à court terme avaient enregistrée à la fin de 1994 et au début de 1995. De mai à août, elle a réduit à sept reprises sa fourchette cible pour le taux du financement à un jour, qui a ainsi reculé de 175 points de base en tout. La fourchette actuelle est de 6 à 6 1/2 %.

Au cours du dernier mois, à mesure que la campagne référendaire au Québec se met en train, la nervosité et la volatilité sont de nouveau apparues sur les marchés. Dans une telle situation, la Banque a pour responsabilité première de prendre les moyens qui s'imposent pour calmer et stabiliser les marchés financiers. Jusqu'ici, elle s'en est acquittée en intervenant, comme elle le fait d'habitude, pour atténuer les fluctuations du dollar canadien sur les marchés des changes et en

maintenant au même niveau la fourchette visée pour le taux du financement à un jour.

Il est clair que les pressions des marchés financiers qui font dévier l'évolution monétaire de la trajectoire souhaitée rendent la conduite de la politique monétaire plus difficile. De telles déviations ne devraient toutefois être que temporaires et ne devraient pas compromettre la réalisation de notre objectif à moyen terme. De fait, parce qu'elles contribuent à rassurer les épargnants et les investisseurs, les mesures que prend la Banque pour stabiliser les marchés devraient permettre aux participants de porter leur attention davantage sur le moyen terme et sur les bases solides que notre engagement envers la stabilité des prix procure aux investissements effectués au Canada.

Le rôle de la Banque dans les systèmes de compensation et de règlement

J'aimerais maintenant dire quelques mots sur le paysage changeant dans lequel évoluent les systèmes de compensation et de règlement. En tant qu'utilisateurs de ces systèmes, nous avons tous intérêt à faire en sorte que le Canada soit doté des mécanismes les plus efficaces, les plus compétitifs et, par-dessus tout, les plus sûrs et les plus solides qui soient.

Du point de vue de la Banque, la compensation et le règlement des paiements font partie intégrante de ses responsabilités de banque centrale. Cela tient au fait que la Banque a pour tâche de fournir les moyens de règlement final de toutes les transactions de paiement entre les institutions financières au pays. Par conséquent, elle fait office de prêteur de dernier ressort auprès du système financier canadien, ce qui l'amène à encourager la mise en place de mécanismes solides de limitation des risques liés aux systèmes de compensation et de règlement.

Si l'on se préoccupe davantage des questions concernant ces systèmes depuis quelque temps, c'est à cause de l'augmentation considérable de la valeur des opérations que véhicule le système financier. Étant donné qu'un système de paiement fondé essentiellement sur le règlement d'effets de papier comporte des délais de traitement, il peut se produire un incident (par exemple, la défaillance d'une institution participante) avant que le règlement d'une transaction ne soit final. Qui plus est, les liens de plus en plus nombreux qui se tissent entre les systèmes financiers nationaux et internationaux accentuent le risque que des difficultés dans un secteur donné du système financier ne se propagent à d'autres, ici comme à l'étranger. C'est ce que nous appelons le «risque systémique».

La Banque a appuyé les initiatives visant à mettre en place des systèmes automatisés qui accéléreront la compensation des transactions et réduiront les risques liés aux délais de règlement. Cependant, de tels systèmes ont aussi pour effet de concentrer auprès d'un même organisme de compensation le traitement d'un grand nombre de transactions. C'est pourquoi nous devons nous assurer que les systèmes automatisés de compensation sont dotés des mécanismes adéquats pour limiter les risques associés à la faillite d'une institution participante et empêcher qu'un incident ne se répercute sur l'ensemble du système financier.

La Banque a pris part aux discussions menées à l'échelle internationale sur les mécanismes de compensation et de règlement en vue de l'adoption de normes communes en matière de gestion des risques et elle a tenu des rencontres avec divers groupes du secteur privé canadien dans le même but. Elle a ainsi collaboré à l'élaboration du système de transfert de paiements de grande valeur (STPGV) avec l'Association canadienne des paiements, du service de compensation des titres d'emprunt avec La Caisse canadienne de dépôt de valeurs ltée et des modalités de compensation des opérations sur devises avec Multinet.

Jusqu'à maintenant, notre collaboration avec ces groupes a eu un caractère informel. En vertu du projet de loi C-100 qu'étudie actuellement la Chambre des communes, la Banque serait investie par le gouvernement fédéral d'un rôle plus officiel et plus explicite dans la surveillance des systèmes de compensation et de règlement des paiements, avec comme objectif la gestion du risque systémique. De cette façon, la Banque serait mieux en mesure de rendre compte de ses actions à cet égard. Ses fonctions dans ce domaine ressembleraient beaucoup à celles des autres banques centrales des nations industrielles.

En gros, la législation proposée habilitera la Banque à superviser et à approuver les mécanismes de limitation des risques dans les systèmes de compensation et de règlement présentant des risques systémiques. Elle l'autorisera également à fournir une garantie de règlement aux participants du nouveau système de transfert de paiements de grande valeur (STPGV) en cours de mise au point par l'Association canadienne des paiements. Les chances que cette garantie soit utilisée sont extrêmement minces, compte tenu du ferme engagement pris par les participants du secteur privé de couvrir les pertes que pourrait éventuellement essuyer le STPGV. Enfin, le projet de loi offre aux institutions participant aux divers systèmes de compensation et de règlement la possibilité de tenir à la Banque du Canada des dépôts spéciaux rémunérés, qui serviront à satisfaire leurs obligations en matière de nantissement dans le cadre de ces

systemes. La décision de rémunérer ces dépôts vise à calmer les préoccupations concernant le coût d'autres formes de sûreté.

Permettez-moi, en guise de conclusion, de souligner à nouveau l'importance pour le Canada de systèmes de compensation et de règlement bien conçus et solides. Les avantages de tels systèmes pour les utilisateurs de services financiers et l'économie en général sont immenses. Face à l'internationalisation de plus en plus poussée du marché des services financiers et aux progrès importants réalisés par les autres pays industriels dans l'élaboration de systèmes plus avancés, nous ne pouvons nous permettre d'accuser du retard à ce chapitre et de compromettre notre capacité d'être concurrentiels.