

---

NE PAS PUBLIER AVANT LE 19 MAI 1987  
À 13 H 00, HEURE AVANCÉE DES ROCHEUSES  
15 H 00, HEURE AVANCÉE DE L'EST

---

---

Allocution prononcée par  
John W. Crow  
Gouverneur de la Banque du Canada  
au déjeuner-causerie organisé par  
la Chambre de Commerce de Calgary  
à Calgary, Alberta  
le 19 mai 1987

---

---

Allocution prononcée  
par John W. Crow  
Gouverneur de la Banque du Canada  
au déjeuner-causerie organisé par  
la Chambre de commerce de Calgary  
Calgary, Alberta  
le 19 mai 1987

---

Je remercie la Chambre de commerce de Calgary de m'avoir invité à vous adresser la parole aujourd'hui. J'apprécie à sa juste valeur cette occasion qui m'est donnée de vous exposer mon point de vue sur certains aspects de la conjoncture économique internationale qui influent sur le Canada et de vous expliquer comment la politique monétaire en tient compte. Je me réjouis également d'avoir l'occasion de visiter l'Ouest canadien. Je suis bien conscient du fait que la situation économique au Canada est de moins en moins encourageante à mesure que l'on s'éloigne de la région centrale du pays. Il est toujours utile de sortir du bureau pour aller voir soi-même ce qui se passe, même si les services de la Banque et les membres du Conseil d'administration constituent une bonne source de renseignements sur l'évolution de la situation d'un bout à l'autre du pays.

Mes propos d'aujourd'hui porteront principalement sur des questions internationales. J'insisterai surtout sur la façon dont la conjoncture économique internationale a influé sur le Canada ces derniers temps, notamment

sur la conduite de la politique monétaire. De prime abord, il peut sembler étrange que je vienne traiter de ces choses ici à Calgary. Mais au fond, cela n'a rien de surprenant. Le Canada tout entier est fortement influencé par la conjoncture internationale, mais aucune région canadienne ne l'est plus que l'Ouest. Et les gens de Calgary savent mieux que ceux de presque toutes les autres villes à quel point les facteurs d'origine extérieure ont contribué à créer ces dernières années pour l'économie canadienne des périodes de prospérité aussi bien que des périodes plutôt difficiles.

Depuis le début des années 70, la stabilité relative qui avait caractérisé la conjoncture économique internationale dans les années 50 et 60 a fait place à une conjoncture instable et souvent perturbée. Cela résulte dans une large mesure des mauvaises politiques économiques qui avaient été appliquées. Dans le monde entier, les dirigeants ont laissé l'inflation s'accélérer allègrement au début des années 70, et je ne crois pas exagérer en affirmant que nous n'avons pas cessé depuis lors d'essayer de réparer les dommages que cela a causés.

Il n'est jamais facile de rétablir une certaine stabilité des prix après une période de forte inflation. Mais les difficultés ont été accentuées cette fois-ci par le manque d'harmonie entre les politiques budgétaires et monétaires appliquées dans les grands pays industriels. Par exemple, la politique budgétaire hautement expansionniste pratiquée aux États-Unis durant plusieurs années s'est traduite par une longue période de taux d'intérêt

anormalement élevés dans le monde entier. Cela a entraîné des fluctuations marquées des taux de change, suscité des déséquilibres au niveau des finances publiques et des échanges commerciaux et alourdi le fardeau, déjà pénible, de l'endettement dans le monde. Tout cela constitue une menace persistante pour l'expansion économique.

Le douloureux processus déclenché il y a plus de quinze ans n'est pas encore terminé. Nul n'avait pensé qu'il serait de si longue durée et qu'il causerait autant de perturbations. Cela devrait suffire à nous convaincre qu'il ne faudra jamais laisser repartir la spirale inflationniste.

Les séquelles de l'inflation ne sont nulle part plus évidentes que sur les marchés des produits de base. Mesurés en dollars É.-U., les prix des matières industrielles n'ont pas beaucoup augmenté par rapport au creux enregistré récemment, tandis que ceux de l'énergie et de nombreux produits agricoles sont bien en-deçà des niveaux atteints il y a un peu plus d'un an, et ce, en dépit de la dépréciation du dollar américain et d'une période de croissance économique qui dure depuis cinq ans. Une telle conjoncture a été particulièrement pénible pour l'Ouest canadien.

Comment cela s'est-il passé?

Le bas niveau des prix des produits de base découle en partie de circonstances spéciales, par exemple l'incidence qu'ont eue sur les prix de

produits agricoles les subventions massives accordées tant en Europe qu'aux États-Unis et la concurrence brutale que se sont livrée les pays exportateurs pour préserver ou accroître leurs parts du marché. À cet égard, il y a lieu d'applaudir à la trêve annoncée la semaine dernière à l'OCDE à Paris et d'attendre la suite avec optimisme.

Mais le bas niveau actuel des prix des produits de base a une cause fondamentale. Il est en grande partie une conséquence des attentes exagérément optimistes engendrées par la flambée des prix au cours des années 70. Ces hausses de prix avaient à la fois encouragé les producteurs de matières premières à accroître leurs capacités de production partout dans le monde et incité les utilisateurs à réduire leur dépendance à l'endroit de ces produits. Ces comportements ont inévitablement infléchi de nouveau la tendance de ces prix, les entraînant à des niveaux moins élevés, en termes de pouvoir d'achat, que ceux d'avant le déclenchement de la spirale inflationniste.

Quelles sont les perspectives dans les marchés de produits de base? On a pu observer dernièrement quelques signes encourageants, mais l'avenir dépendra dans une large mesure du rythme auquel se poursuivra la reprise de l'activité économique dans le monde. À cet égard, il y a lieu de mentionner qu'il existe beaucoup d'incertitude.

Comme je l'ai déjà fait remarquer, l'expansion de l'économie mondiale depuis la récession de 1981-1982 a comporté jusqu'ici de graves déséquilibres. La reprise de la demande a été en général beaucoup plus vigoureuse aux États-Unis que dans d'autres pays. Elle a été stimulée par les déficits considérables qu'ont enregistrés les comptes publics et par la forte appréciation qu'a connue le dollar américain durant la première moitié des années 80. Et on s'est retrouvé avec un déficit sans précédent de la balance commerciale des États-Unis et, en contrepartie, des excédents en Allemagne et au Japon.

Cet état de choses ne peut durer indéfiniment. Les gouvernements et les pays, tout comme les particuliers, ne peuvent pas vivre au-dessus de leurs moyens pendant de longues périodes sans semer les germes de situations difficiles. Plus ils tardent à prendre les mesures correctives qui s'imposent, plus le processus, pourtant inéluctable, de redressement sera long et plus il engendrera de bouleversements.

L'économie américaine est maintenant en train de réagir à ces déséquilibres. Le gouvernement fédéral a commencé à réduire son déficit. Le déficit considérable et persistant de la balance commerciale a fait baisser le cours du dollar américain. La demande intérieure, qui a été forte pendant si longtemps, commence à montrer des signes d'essoufflement. Mais ce qui est encore incertain, c'est le rythme auquel se fera l'ajustement nécessaire. Vu l'envergure des ajustements qu'il faut opérer dans le domaine des échanges

internationaux, on ne sait pas non plus si la demande s'accroîtra suffisamment dans d'autres pays pour absorber les capacités productrices ainsi libérées à l'échelle mondiale.

Il s'agit là de problèmes impérieux. Ceux-ci influent sur les attentes relatives à l'évolution des prix des matières premières et, de façon plus générale, à celle du commerce international. Ils pourraient aussi renforcer la tendance au protectionnisme, déjà très forte dans beaucoup de pays, qui constitue une menace pour le bon fonctionnement de notre système d'échanges internationaux. J'ajouterai, au risque de me répéter, que ce sont là des problèmes impérieux pour le monde, pour le Canada et pour l'Ouest canadien.

Pour aborder ces problèmes de façon constructive, il faudra faire preuve d'une compréhension et d'un esprit de coopération peu communs. Pourtant, nous pouvons déjà constater certains progrès. Les consommateurs et les investisseurs européens et japonais ont maintenant un pouvoir d'achat sensiblement plus grand qu'il y a un an - ce qui s'explique à la fois par la solidité de leurs monnaies et par la baisse du prix du pétrole -, et cela va certainement entraîner un accroissement de leurs dépenses. De plus, on sait bien maintenant ce qu'il faut faire pour avoir une croissance durable, et toutes les grandes nations industrielles se sont engagées à coopérer à cette fin. Aux réunions que le groupe des sept pays industriels a tenues récemment à Paris et à Washington, les ministres des Finances ont affirmé leur engagement à poursuivre les objectifs suivants : la réduction des déficits

budgétaires en Amérique du nord, l'application de politiques budgétaires expansionnistes dans les pays disposant d'une marge de manoeuvre suffisante et des baisses des taux d'intérêt dans les cas où cela ne risque pas de relancer l'inflation.

Pour le Canada, pays à forte vocation commerciale, tout cela comporte des enjeux de taille. La meilleure voie d'une prospérité durable est un système d'échanges libres et ouverts dans une économie mondiale en croissance. Nous devons continuer de promouvoir ces objectifs par tous les moyens dont nous disposons.

Jusqu'ici, je vous ai parlé surtout de l'influence que certains aspects de la conjoncture économique internationale ont eue sur l'activité économique au Canada. Je crois bien que mon auditoire a une bonne compréhension de la plupart des points que je viens de traiter. Mais ce qui d'après moi pourrait être moins bien compris, c'est la façon dont les facteurs internationaux, particulièrement sur les marchés des changes, influencent la conduite de la politique monétaire au Canada. Je vous dirai donc quelques mots à propos de ce que nous avons fait ces derniers temps en matière de politique monétaire.

On me demande souvent pourquoi la Banque prête autant d'attention au taux de change du dollar canadien. La réponse est bien simple. La stabilité des prix intérieurs est la contribution la plus importante que la politique

monétaire peut apporter au bon fonctionnement de l'économie. Or, le cours du dollar canadien est le prix le plus important dans l'économie canadienne. Une baisse du dollar canadien par rapport aux autres monnaies entraîne automatiquement une hausse des prix de ce que nous importons et des prix intérieurs de tous les produits de fabrication canadienne qui concurrencent les importations ou sont susceptibles d'être exportés. Ces augmentations de prix peuvent inspirer des craintes au sujet de l'inflation et se répercuter sur les salaires et d'autres prix. Dans la conduite de la politique monétaire, la banque centrale ne peut tout simplement pas ne pas tenir compte du fait que cela risque de saper la confiance dans la valeur de la monnaie. Il y a un peu plus d'un an, la Banque a dû réagir très vigoureusement à une situation qui traduisait de toute évidence un grave effritement de la confiance dans le dollar canadien. C'est là un aspect de notre travail.

Il existe bien entendu, en plus des problèmes de confiance, des situations où le cours du dollar canadien peut faire l'objet de pressions à la baisse. Par exemple, la faiblesse que manifestent depuis quelques années les prix des ressources naturelles canadiennes destinées à l'exportation par rapport aux prix de nos importations signifie que les autres industries canadiennes doivent accroître leur compétitivité si nous voulons conserver un équilibre raisonnable au chapitre de notre commerce extérieur et de l'ensemble de notre balance des paiements.

Le raisonnement que je n'accepte pas, c'est celui selon lequel on peut réaliser cette amélioration automatiquement, sans efforts, en favorisant la dépréciation de la monnaie. Il est vrai que, tout compte fait, le cours de notre monnaie a baissé au cours des quelque trois dernières années. Mais la Banque a dû combattre cette dépréciation pour éviter que les pressions à la hausse que celle-ci exerçait sur les prix intérieurs ne compromettent l'orientation à la baisse du taux d'inflation au pays. Il est intrinsèquement dangereux de s'en remettre à la dépréciation de la monnaie pour améliorer la compétitivité de nos produits sur les marchés internationaux. Si la baisse du taux de change déclenche une course entre les prix et les salaires, notre compétitivité se détériorera au lieu de s'améliorer. Telle est la principale leçon que je tire de la succession de baisses du taux de change que nous avons connue depuis le milieu des années 70. Le seul moyen sûr d'améliorer de façon durable notre compétitivité consiste à contenir les coûts et les prix intérieurs. C'est à cela que doit principalement s'attacher la politique monétaire.

Les problèmes que nous avons observés sur nos marchés des changes au cours des derniers mois n'étaient pas des problèmes de dépréciation continue de notre devise; ils avaient plutôt trait à l'instabilité exceptionnelle des cours. Comme tout le monde le sait, le dollar canadien s'est raffermi de façon marquée vis-à-vis du dollar américain durant les premières semaines de l'année, puis s'est replié en avril. Tant lorsque la tendance était à la hausse que lorsqu'elle était à la baisse, les fluctuations enregistrées au jour le jour ont été assez prononcées.

De toute évidence, ces fluctuations étaient causées par des mouvements importants de capitaux internationaux. Ceux-ci, à leur tour, reflétaient les doutes considérables que les investisseurs avaient au sujet de l'orientation que certains pays, en particulier les États-Unis, le Japon et l'Allemagne, allaient donner à leurs politiques financières, compte tenu de l'énorme déséquilibre des échanges internationaux dont j'ai fait état il y a quelques instants.

Les investisseurs internationaux, qui cherchent à protéger la valeur de leurs placements dans un tel climat d'incertitude, ont pris l'habitude de transférer rapidement leurs capitaux d'un marché à un autre et de les convertir d'une monnaie à une autre. La grande instabilité des capitaux est à l'origine des fortes fluctuations des cours qu'ont connues les grandes monnaies, y compris le dollar canadien.

Ces variations de taux de change influent également sur les taux d'intérêt canadiens. Lorsque les investisseurs achètent ou vendent des avoirs libellés en dollars canadiens en prévision, selon le cas, d'une hausse ou d'une chute du dollar canadien, les taux d'intérêt canadiens varient eux aussi. Ils peuvent varier sans que la Banque du Canada prenne de mesure spécifique à cet effet. De fait, la variation du cours de la monnaie et la variation des taux d'intérêt ne sont à vrai dire que deux aspects d'un même phénomène, soit le changement d'attitude des investisseurs internationaux face à l'accumulation d'avoirs financiers canadiens. En résumé, plus les marchés

de capitaux sont instables plus les taux d'intérêt le seront aussi. On peut déplorer cet état de choses, mais c'est là une réalité dont on doit tenir compte.

Dans un tel climat d'incertitude, la Banque du Canada a cherché avant tout à ajuster les opérations au moyen desquelles elle fournit des liquidités au système financier canadien de façon à résister aux fluctuations excessives. Autrement dit, nous donnons dos au vent et déplaçons notre poids à mesure que le vent tourne.

Ainsi, pendant que le taux de change grimpait durant les premières semaines de l'année, nos politiques ont aidé le marché à faire baisser les taux d'intérêt à court terme. Par contre, nous avons aussi voulu éviter que les taux d'intérêt ne baissent trop vite et ne dépassent les niveaux jugés raisonnables à la lumière de la tendance observée en matière d'inflation. Ces derniers temps, par suite du recul du dollar canadien par rapport au dollar américain, nos opérations monétaires ont visé à empêcher que les pressions que le marché exerçait sur les taux d'intérêt n'engendrent une hausse en spirale. Il serait peut-être utile que je vous donne une idée concrète, encore que partielle, de la façon dont nous avons agi à cette occasion. Auparavant, lorsque le dollar canadien était en hausse, nous avons effectué, auprès d'un marché fort désireux d'acquérir des titres, des ventes nettes de bons du Trésor; mais dans les semaines qui ont suivi, nous sommes devenus, quoique de

façon marginale, des acheteurs nets de bons du Trésor, car les investisseurs trouvaient alors ces titres moins attrayants.

J'aimerais souligner à cet égard que je ne veux nullement laisser entendre par là qu'essayer de contrecarrer entièrement la récente réorientation des taux d'intérêt aurait été une bonne politique. Pareille tentative aurait été futile et profondément perturbatrice.

Il est impossible de faire cesser soudainement de telles perturbations, et cela vaut autant pour le Canada que pour les États-Unis, pour prendre un exemple tout près de nous. Par contre, ce que nous pouvons espérer faire, c'est d'aborder le problème de façon constructive, en nous efforçant d'atténuer plutôt que d'accentuer l'incidence que ces perturbations ont sur les taux de change et les taux d'intérêt.

Sur un plan plus général et plus fondamental, nous devons continuer de faire notre possible pour encourager les efforts qu'ont commencé à déployer les grands pays industriels pour résoudre les problèmes de déséquilibres des finances publiques et de la balance commerciale d'une façon qui atténuerait les tensions que ces déséquilibres exercent sur les taux de change. Cela signifie que chacun doit reconnaître carrément la nécessité d'ajuster ses politiques d'une façon qui concorde avec la réduction tant du déficit commercial des États-Unis que des excédents commerciaux du Japon et de l'Allemagne.

De toute évidence, il n'est pas facile de parvenir à un tel degré de collaboration, mais les enjeux sont d'une importance capitale : il faut en effet assurer l'expansion économique mondiale, régler les problèmes d'endettement et écarter les dangers qui menacent le commerce international.

Au Canada même, le meilleur moyen de faire face aux incertitudes actuelles est d'assurer le bon fonctionnement de notre système financier et économique. Cela signifie que la politique monétaire devra réagir avec souplesse aux moments de grande instabilité de la conjoncture internationale. Nous voulons empêcher que s'amplifie l'incidence que ceux-ci peuvent avoir sur le Canada, et ce, tout en continuant à progresser dans le sens d'une plus grande stabilité des prix, partant d'un renforcement de la confiance dans la valeur de notre monnaie. C'est là la meilleure et la plus importante contribution que la politique monétaire peut apporter au progrès économique du Canada.