
NE PAS PUBLIER AVANT LE 26 AVRIL 1988
À 19 H 30, HEURE AVANCÉE DE L'EST

QUELQUES ASPECTS DES RELATIONS FINANCIÈRES INTERNATIONALES
DU CANADA

Allocution prononcée par
John W. Crow
Gouverneur de la Banque du Canada
à l'occasion d'un dîner-causerie
organisé par la
Canadian Society of New York
Hôtel Pierre, New York
le mardi 26 avril 1988

Allocution prononcée par
John W. Crow
Gouverneur de la Banque du Canada
à l'occasion d'un dîner-causerie
organisé par la
Canadian Society of New York
Hôtel Pierre, New York
le mardi 26 avril 1988

QUELQUES ASPECTS DES RELATIONS FINANCIÈRES
INTERNATIONALES DU CANADA

Je suis très heureux de prendre la parole ce soir devant les membres de la Canadian Society of New York. L'occasion est peut-être plus appropriée encore que vous ne le croyez, car la ville de New York a contribué de façon significative, quoique indirectement, à la création de la Banque du Canada. La question de savoir si le Canada avait réellement besoin d'une banque centrale a été l'objet d'un débat nourri au cours des années qui ont précédé l'adoption, en 1934, de la Loi sur la Banque du Canada. Il semble que ce soit une observation du Premier ministre Bennett, à la suite de l'abandon de l'étalon-or par la Grande-Bretagne, qui ait fait pencher la balance en notre faveur. Je vous rapporte ici ses propos : "J'appris à ma surprise qu'il n'existait aucun mécanisme pour régler directement le solde des échanges entre le Canada et Londres, qu'il fallait pour cela passer par New York et que la valeur du dollar canadien allait donc être déterminée à Wall Street. Je décidai sur-le-champ que notre pays allait avoir sa banque centrale..."

Plus de 50 ans plus tard, les relations financières internationales et leur incidence sur notre économie conservent une importance primordiale. Ce soir, je vais vous

entretenir de certains aspects de ces relations et de leur signification pour l'économie et la politique monétaire du Canada.

Tout comme ailleurs, au Canada le système financier connaît depuis quelques années des mutations structurelles importantes. Sans m'attarder sur leurs causes profondes, je vous ferai néanmoins remarquer que, chez nous, elles font suite à la décision d'éliminer bon nombre d'obstacles qui entravaient le jeu de la concurrence entre les "quatre piliers" traditionnels de notre secteur des services financiers, à savoir les banques, les sociétés de fiducie, les compagnies d'assurance et les maisons de courtage de valeurs. Il s'agit donc d'une intégration au sein même du système financier plutôt que d'une intégration d'institutions financières à des entreprises non financières. Les mutations complexes qui sont en train de s'effectuer dans notre secteur financier, quoique souhaitables, soulèvent une foule de questions vivement controversées, ce qui n'étonnera aucunement un auditoire américain.

En même temps qu'elle subit des changements d'ordre structurel, l'industrie financière canadienne est de plus entraînée dans le mouvement général de globalisation des services financiers. Cette globalisation s'est traduite à la fois par une présence grandissante des entreprises financières étrangères sur le terrain de nos institutions financières et par une extension marquée de l'activité des établissements canadiens sur les marchés étrangers. La chute boursière d'octobre a, bien sûr, mis un frein aux enthousiasmes et aux visées expansionnistes d'avant la chute, mais la tendance qui se dessine sur la scène internationale est néanmoins claire. En effet, peu importe l'aspect que prendra la structure du secteur financier au Canada ou ailleurs - que le paysage soit

dominé par des supermarchés financiers ou par des institutions spécialisées - les ramifications internationales vont demeurer et même devenir plus importantes.

Les dispositions portant sur les services financiers dans le récent accord commercial intervenu entre le Canada et les États-Unis représentent sans conteste un pas de plus vers l'ouverture, sur une base bilatérale, de tous les marchés financiers intérieurs à la concurrence d'entreprises étrangères. Dans le cas de l'accord canado-américain, ces dispositions sont fondées sur la règle du "traitement national". Il semble bien en effet que, dans le cas d'accords en matière de services financiers, les pays préfèrent appliquer la règle du "traitement national" plutôt que celle de la "réciprocité". Cela tient probablement au fait que, dans ce domaine, la libéralisation se traduit davantage par l'ouverture du secteur national aux investisseurs étrangers que par la libéralisation des services eux-mêmes.

De toute façon, l'ouverture et l'intégration des marchés que l'on constate aujourd'hui dans le domaine des services financiers sont une suite logique de la libéralisation du commerce qui s'est opérée pendant l'après-guerre sous les auspices du GATT et qui a tant profité à l'économie mondiale. Pour les consommateurs de services financiers, une intensification de la concurrence et une plus grande facilité d'accès aux institutions financières étrangères laissent présager un choix plus vaste d'instruments financiers à des prix plus attrayants. Quant aux institutions financières elles-mêmes, un meilleur accès aux marchés étrangers leur apporte de nouvelles possibilités de croissance. Tout cela sert l'intérêt commun.

Cependant, il est intéressant et utile de se demander si la nature de plus en plus cosmopolite des marchés financiers

intérieurs ne risque pas en soi de faire perdre aux nations la maîtrise de leurs affaires financières. Je vais examiner cette question sous divers angles, mais essentiellement dans une optique canadienne, c'est-à-dire dans la perspective d'une économie qui a déjà atteint un certain degré d'ouverture et qui, bien qu'assez importante, est loin d'occuper le tout premier rang.

Dans certains pays, la pénétration du marché intérieur par des institutions financières étrangères a fait craindre un éventuel affaiblissement de la capacité des autorités de régler directement le volume et la répartition du crédit dans l'économie. L'inquiétude générale à laquelle ont donné lieu, dans les années soixante et soixante-dix, les opérations sur l'euro-marché, à cause de l'incidence qu'elles pouvaient avoir sur la conjoncture financière intérieure, en est un bon exemple. Pour ce qui est du Canada, de telles craintes ne sauraient être fondées puisque, depuis bon nombre d'années, la réglementation du crédit - ou peut-être devrais-je dire les tentatives en ce sens - n'est pas utilisée dans la mise en oeuvre de la politique monétaire. Tant pour des motifs d'ordre pratique qu'à cause de notre perception du fonctionnement des marchés financiers, nous avons préféré tabler sur notre aptitude à influencer sur le prix des valeurs - c'est-à-dire sur les taux d'intérêt déterminés sur le marché et le taux de change - comme moyen de transmettre les impulsions de notre politique monétaire. Permettez-moi d'ajouter, en passant, que s'il est vrai que la politique monétaire a une incidence sur les taux d'intérêt et le taux de change, cela ne veut pas dire que les épargnants et les investisseurs privés n'ont pas eux aussi pleinement voix au chapitre. À vrai dire, les marchés nous rappellent continuellement que nous ne fonctionnons pas en vase clos et que ceux qui détiennent des valeurs financières ne seront disposés à les garder en portefeuille que s'ils en tirent un rendement qui leur paraît raisonnable.

Ceci m'amène à une seconde question, une question bien plus fondamentale que celle ayant trait à la réglementation du crédit et autres mesures du genre. Cette question ne concerne pas tant la globalisation de l'industrie financière - c'est-à-dire l'exercice, par les institutions, de leurs fonctions au-delà des frontières nationales - que l'intégration des marchés eux-mêmes sur le plan international. Elle touche donc un domaine plus vaste, qui englobe les mouvements internationaux de capitaux, les flux purement spéculatifs et l'intégration de marchés portant sur divers types de valeurs. Le danger que présente une telle intégration des marchés, c'est qu'il peut se produire des variations extrêmement brusques et par conséquent peu souhaitables des taux de change. Nous savons tous qu'il s'agit là de problèmes épineux. Mais cela ne signifie nullement que nous n'avons pas les moyens ou l'ingéniosité nécessaires pour y faire face.

Au Canada, nous avons acquis beaucoup d'expérience à ce chapitre. Nous avons souvent connu des mouvements importants de capitaux, aussi bien du Canada vers l'étranger qu'en sens inverse, et des changements soudains d'humeur dans les marchés. Ce sont là des phénomènes auxquels nous faisons face depuis de nombreuses décennies et dont nous sommes toujours venus à bout. La vérité est que, selon nous, les avantages de l'ouverture des marchés de capitaux internationaux sont suffisants pour contrebalancer amplement les difficultés occasionnelles qui peuvent résulter de mouvements brusques de capitaux.

Je ferai remarquer également que, même si les marchés financiers peuvent produire des cours excessifs - et les marchés des changes semblent particulièrement portés à s'emballer -, ils donnent néanmoins sur la tenue de l'économie

et sur la politique mise en oeuvre la cote d'évaluation à peu près la plus objective qui soit. En outre, il faut surtout voir dans les fluctuations extrêmes des taux de change du type de celles qui nous ont tant préoccupés une manifestation du déséquilibre des politiques appliquées tant sur le plan national que sur le plan international. On doit donc considérer que les marchés se comportent du mieux qu'ils peuvent dans des circonstances difficiles. Attribuer les fluctuations inopportunes des taux de change et des mouvements de capitaux à la flexibilité du système plutôt qu'aux causes réelles équivaut à s'en prendre au porteur d'une mauvaise nouvelle.

Cela dit, la question demeure : la globalisation croissante des marchés financiers fera-t-elle perdre au Canada la maîtrise de ses affaires monétaires? En bref, la réponse est non; mais j'aimerais m'étendre un peu sur le sujet.

Voici ce qu'il faut retenir avant tout : pourvu que les institutions financières établies au Canada - quel que soit leur pays d'origine - continuent de régler en monnaie canadienne les créances qu'elles détiennent les unes sur les autres, la Banque du Canada peut influencer le comportement des agents économiques, car c'est elle qui détermine le volume et le prix des encaisses de règlement mises à la disposition de ces institutions. Même lorsque les banques canadiennes ne seront plus tenues de conserver des réserves non rémunérées à la Banque du Canada, celle-ci sera quand même en mesure d'exercer l'influence voulue. Comme beaucoup d'entre vous le savent, si l'abolition des réserves obligatoires s'impose, c'est surtout parce qu'il faut s'assurer que le réaménagement du paysage financier canadien auquel j'ai fait allusion tout à l'heure accorde un traitement équitable à des institutions semblables.

En fin de compte donc, et ce même avec un système financier très ouvert, le Canada gardera essentiellement la maîtrise de sa politique monétaire. Nous avons les outils nécessaires pour influencer sur le rythme de l'expansion monétaire au Canada et, par conséquent, sur la mesure dans laquelle notre monnaie conservera sa valeur. Je passe ici sur plusieurs questions importantes d'ordre technique qui ont trait à la façon de gérer la monnaie car, à mon avis, si importantes et intéressantes que soient ces questions, elles ne doivent pas masquer l'objectif fondamental de la politique monétaire. Maintenir la confiance des citoyens dans la monnaie nationale en préservant sa valeur à l'intérieur du pays n'est pas une entreprise qui peut être prise à la légère et encore moins une entreprise dont les résultats peuvent être tenus pour certains. C'est là la contribution essentielle que la politique monétaire canadienne peut apporter au maintien d'une bonne tenue de l'économie canadienne.

Lorsque j'affirme que la politique monétaire doit constamment viser à maintenir la confiance des Canadiens dans la valeur de leur monnaie, je n'entends nullement minimiser l'importance qu'a la valeur extérieure de notre monnaie, c'est-à-dire son taux de change. Étant donné le degré d'imbrication de l'économie canadienne et des économies d'autres pays, l'évolution du taux de change importe beaucoup. Il y a sûrement lieu d'en tenir compte, même si le niveau du taux ne sert pas de cible ou même de point de repère pour notre politique.

Je dois ajouter une autre précision. Pour quiconque suit les marchés de près, la tentation est forte d'attribuer l'évolution du taux de change entièrement à des politiques intérieures, en particulier à la politique monétaire. Mais il y a d'autres facteurs qui entrent en ligne de compte.

En effet, un élément positif qui a joué un rôle clé dans la hausse du dollar canadien par rapport au dollar américain depuis un an environ a été le renchérissement de plusieurs de nos principaux produits de base d'exportation dont les cours ont été plutôt faibles ces dernières années. Pour la première fois depuis plusieurs années, nos termes de l'échange se sont redressés en 1987. Cette amélioration a eu une conséquence particulièrement heureuse en ce sens qu'elle a favorisé le raffermissement des conditions économiques dans l'ensemble du pays, l'expansion économique ayant jusque-là été concentrée surtout en Ontario et au Québec.

L'incidence sur le dollar canadien de l'Accord de libre-échange entre le Canada et les États-Unis n'est pas simple à analyser. L'accord est fondé sur l'idée qu'il aura des effets économiques bénéfiques des deux côtés de la frontière, les échanges se faisant en principe dans l'intérêt des deux parties. L'effet que le libre-échange pourrait avoir à la longue sur le taux de change entre le dollar É.-U. et le dollar canadien est donc plutôt incertain, quoique certains observateurs attribuent en partie l'appréciation du dollar canadien des derniers mois à l'amélioration des perspectives de l'économie canadienne liée à cet accord commercial.

Permettez-moi de faire une observation sur la façon d'évaluer l'incidence du taux de change sur l'économie. Chez nous, nous avons tendance - c'est peut-être aussi le cas ici aux États-Unis - à nous en tenir au seul cours bilatéral entre notre devise et la vôtre. Compte tenu des relations commerciales étroites qu'entretiennent nos deux pays, cette façon de faire coule de source. Pourtant, le Canada échange des biens et des services et se trouve en concurrence avec des pays autres que les États-Unis. Aussi importe-t-il, pour situer globalement la position concurrentielle du Canada, de

tenir compte des variations de notre monnaie par rapport aux monnaies de ces autres pays. À cet égard, je vous fais remarquer que si le dollar canadien s'est apprécié de plus de 10 % par rapport à la devise américaine depuis mars 1985, il s'est néanmoins déprécié de près de 40 % au cours de la même période par rapport à une corbeille des monnaies de nos autres principaux partenaires commerciaux. Une telle baisse de notre monnaie par rapport aux devises des pays d'outre-mer a bien sûr grandement amélioré notre compétitivité vis-à-vis de ces partenaires commerciaux au cours des dernières années. Cette situation commence à se manifester dans nos exportations et dans le solde de nos balances commerciales bilatérales. Notre position concurrentielle vis-à-vis des pays d'outre-mer sur le marché américain s'est elle aussi améliorée. Ainsi, nous pouvons dire que le processus d'ajustement des paiements internationaux se poursuit, même si l'ajustement ne s'effectue pas aussi rapidement que ne le souhaiteraient ceux qui, chaque mois, suivent les chiffres des balances commerciales.

Avant de conclure, permettez-moi de relever les traits saillants qui, à mon avis, caractérisent la conjoncture au Canada.

Ce qui retient le plus l'attention, c'est la vigueur de la dépense qui a marqué toute l'année 1987 et qui, fait encore plus pertinent, se poursuit en 1988. À la fin de l'année dernière, la dépense globale était, en termes nominaux, de près de 11 % plus élevée que l'année précédente, ce qui représente un rythme de progression que l'économie ne saurait soutenir très longtemps. Parallèlement, c'est avec satisfaction que nous avons vu s'établir un meilleur équilibre de l'activité économique parmi les régions du pays et que nous avons connu une poussée des dépenses d'investissement des entreprises et un accroissement notable de l'emploi partout.

La proportion de la population en âge de travailler qui occupe un emploi n'a jamais été plus élevée, ce qui s'explique par le dynamisme de l'activité économique et la hausse spectaculaire de la représentation féminine dans la population active.

La force de la demande s'est évidemment répercutée sur les importations, entraînant en particulier une montée des achats à l'étranger de machines et de biens d'équipement. L'incidence de cette hausse considérable des importations sur notre balance commerciale a été compensée par la poussée continue de nos exportations. Celle-ci provient en partie de la forte croissance de la demande dans les économies de nos principaux partenaires commerciaux et en partie du renchérissement, dont j'ai parlé plus tôt, de bon nombre des principaux produits de base que nous exportons.

Le dynamisme de la demande aidant, l'économie canadienne, de même que les économies des États-Unis et d'autres grands pays, ont fait preuve depuis la chute boursière d'octobre de beaucoup plus de vigueur que ne leur en prêtaient la plupart des observateurs. Par conséquent, il a fallu mener chez nous une politique monétaire empreinte de fermeté. Celle-ci a visé au premier chef, devant des tensions de plus en plus grandes sur les marchés et des risques inflationnistes, à assurer un rythme de croissance durable de l'expansion monétaire et de la demande globale. En d'autres termes, notre objectif était de favoriser une expansion économique durable en contrant efficacement, c'est-à-dire à point nommé, les pressions généralisées sur les coûts et les prix.

J'ai beaucoup insisté ce soir sur le fait que l'économie canadienne est une économie ouverte. Cela a toujours été le cas : notre économie est plus ouverte que celle de bien d'autres pays. Sous l'influence de l'intégration croissante des marchés financiers à l'échelle mondiale, elle s'ouvre

encore plus, comme le font d'ailleurs les économies de presque tous les pays du globe. Dans ce contexte de plus grande ouverture, les possibilités de débordement d'une économie à l'autre sont plus fortes, ce qui constitue une source de préoccupations et incite à des efforts de coordination des politiques économiques à l'échelle internationale. Bien qu'ils soient indispensables, de tels efforts ne font que compléter ceux qui sont faits dans le sens de la mise en oeuvre, dans chacune des économies, de politiques saines.

À cet égard, permettez-moi en terminant de reprendre très brièvement l'argument du Premier ministre Bennett en faveur de la création de la Banque du Canada. Je tiens de source sûre que monsieur Graham Towers, le premier Gouverneur de la Banque du Canada, répliqua qu'à son avis l'idée d'établir une banque centrale dans le seul but d'éviter de passer par New York pour régler des soldes en livres sterling ne tenait pas debout. De fait, la loi qui régit la Banque du Canada donne à celle-ci comme mandat de "réglementer le crédit et la monnaie dans le meilleur intérêt de la vie économique de la nation." Ce mandat plutôt général paraît tout aussi valable aujourd'hui qu'il l'était en 1934.