
NE PAS PUBLIER AVANT LE 18 JANVIER 1988 À
15 HEURES, HEURE NORMALE DES ROCHEUSES
17 HEURES, HEURE NORMALE DE L'EST

LA POLITIQUE MONÉTAIRE À L'OEUVRE AU CANADA

Conférence donnée sous les auspices
de la Fondation Eric J. Hanson
par John W. Crow
Gouverneur
de la Banque du Canada
à l'université de l'Alberta
EDMONTON (Alberta)
le lundi 18 janvier 1988

Conférence donnée sous les auspices
de la Fondation Eric J. Hanson
par John W. Crow
Gouverneur
de la Banque du Canada
à l'université de l'Alberta
EDMONTON (Alberta)
le lundi 18 janvier 1988

LA POLITIQUE MONÉTAIRE À L'OEUVRE AU CANADA

Introduction

Je remercie le département d'économique de l'université de l'Alberta de m'avoir invité à prendre la parole aujourd'hui. Je suis honoré d'avoir l'occasion de prononcer la deuxième conférence annuelle organisée sous les auspices de la Fondation Eric J. Hanson. Un exposé en profondeur sur la politique monétaire est tout à fait de circonstance, car Eric Hanson s'intéressait vivement à la politique économique.

Comme je m'attacherai à des questions qui, à mon avis, se sont posées avec le plus d'acuité en matière de formulation et de mise en oeuvre de la politique monétaire ces dernières années, il se peut que certains trouvent une partie de mes propos plutôt technique. Je vais vous parler de questions qui importent au plus haut point dans la conduite d'une saine politique monétaire au Canada. Nous sommes certainement tous d'accord, je pense, sur l'importance pour le Canada d'une saine politique monétaire. Quoi qu'il en soit, avant d'examiner le processus d'élaboration de la politique monétaire, il importe de dire quelques mots sur ce que cette

politique doit chercher à procurer à l'économie. Il est difficile de parler des voies et des moyens sans fixer au préalable, et le plus nettement possible, les objectifs à poursuivre.

Ce que la politique monétaire doit accomplir

À l'instar des autres principaux outils de la politique économique, la politique monétaire vise, en dernier ressort, l'amélioration de notre niveau de vie. Comment peut-elle produire le meilleur résultat possible? Pour bien répondre à cette question, il est essentiel de bien comprendre les mécanismes moteurs de la politique monétaire, ici au Canada comme ailleurs. Si l'on demandait aux gens quel élément de la dynamique de la politique monétaire ils considèrent comme primordial, je pense bien que la plupart répondraient que c'est la détermination des taux d'intérêt; et je crois que la détermination du taux de change occupe probablement une place presque aussi importante dans leur esprit. À vrai dire, la dynamique de la politique monétaire repose essentiellement sur le fait que la banque centrale influence le rythme d'expansion de la monnaie dans l'économie, et ce en raison du contrôle qu'elle exerce sur la disponibilité des moyens ultimes de règlement. Cela dit, la question qui se pose est la suivante : quel rythme faut-il imprimer à l'expansion monétaire au Canada pour obtenir l'évolution la plus favorable pour l'économie canadienne?

La théorie et l'expérience - expérience pas toujours heureuse mais à coup sûr instructive - nous fournissent toutes deux une réponse très claire : la politique monétaire doit être menée de façon à produire un rythme d'expansion monétaire qui favorise la stabilité de la monnaie, c'est-à-dire qu'elle doit viser la réalisation et le maintien de prix stables.

Affirmer que l'objectif de la politique monétaire doit être la stabilité des prix, ce n'est pas exprimer une simple préférence établie de façon arbitraire. Cela revient plutôt à reconnaître une réalité bien simple : parce que l'inflation crée des distorsions, la production augmentera davantage à la longue dans un contexte de stabilité des prix que dans un contexte de montée des prix. Les arguments en faveur de la prévention de l'inflation vont donc au delà de ce qui est ressorti du débat mené dans les années 60 et 70, à savoir que, à la longue, la tolérance d'un certain taux d'inflation ne se traduit par aucun avantage ni par aucune compensation au chapitre de l'emploi. Par ailleurs, les gains qu'une recrudescence de l'inflation permet de réaliser à court terme au plan de l'emploi ne constituent pas non plus un argument convaincant en faveur de politiques inflationnistes. L'expérience a démontré que de telles politiques ne peuvent pas se solder par une saine économie. Or, la politique monétaire doit viser la santé de l'économie.

L'argument le plus solide à l'appui de la stabilité des prix repose sur l'avantage que présente, dans une économie fondée sur la monnaie, l'existence d'une unité monétaire fiable. Au Canada, dans le débat dont la politique monétaire fait sans cesse l'objet, avec plus ou moins d'intensité selon les époques, cette vérité n'est pas tant contestée que passée sous silence.

On soutient parfois que, sur le plan monétaire, ce qui importe pour assurer la bonne tenue de l'économie, ce n'est pas la stabilité générale des prix, mais simplement la prévisibilité du rythme d'inflation. Selon moi, l'idée d'un taux d'inflation à la fois élevé et stable est carrément chimérique.

Au fond, rechercher un taux d'inflation élevé et stable revient à tenter de simuler la stabilité des prix en stabilisant seulement le taux d'inflation; pour réussir, il faudrait que les agents économiques soient fermement convaincus que les pouvoirs publics n'accepteront pas une nouvelle accélération du rythme d'inflation. Et c'est là le noeud du problème car, si les autorités refusent de prendre les moyens nécessaires pour faire baisser le taux d'inflation au-dessous de 4 % par exemple, comment penser, dans l'hypothèse où des pressions à la hausse le portent à 5 %, qu'elles seraient davantage disposées à le ramener à 4 %. Et ainsi de suite. C'est pourquoi l'engagement de stabiliser le taux d'inflation n'a en définitive aucune crédibilité. À mon avis, la seule politique qui soit réalisable, et en même temps de nature à inspirer une confiance justifiée dans la valeur future de la monnaie, est celle qui oeuvre dans le sens de la stabilité des prix. Ainsi, la contribution la plus durable que la politique monétaire puisse apporter au niveau de vie des Canadiens consiste à faire en sorte que le pays ait une monnaie qui inspire confiance à tous ses citoyens.

Avant de traiter plus à fond de la politique monétaire, permettez-moi de dire quelques mots sur la question du chevauchement, c'est-à-dire du dosage, des politiques monétaire et budgétaire.

Les années 60 ont été témoins de grands débats sur la question de savoir quel était le dosage approprié des politiques monétaire et budgétaire. Cette époque, on s'en souviendra, a été caractérisée également par de grandes attentes quant aux gains économiques qui pourraient être tirés d'un dosage judicieux de mesures budgétaires et monétaires. Toutefois, à la lumière des difficultés éprouvées au cours des années 70 et 80, il a fallu grandement modérer ces attentes.

Il est à présent admis que l'application de mesures visant à stimuler continuellement la demande se heurte à des contraintes intrinsèques aussi bien dans le domaine de la politique budgétaire que dans celui de la politique monétaire. Ces contraintes s'imposent avec d'autant plus de rigueur qu'on en fait peu de cas dans le court terme. Si nous sommes aujourd'hui plus conscients de ce phénomène, c'est que nous connaissons mieux qu'il y a vingt ans les forces économiques en jeu dans deux domaines en particulier. En premier lieu, nous avons une meilleure compréhension de la dynamique des anticipations, surtout celles qui ont trait à l'inflation, et nous savons aussi à quel point les anticipations influent sur les comportements des agents économiques et financiers. Plus ces derniers s'habituent aux conséquences inflationnistes de l'application de politiques constamment axées sur la stimulation de l'activité économique, plus ils s'attendent à ce que de telles politiques entraînent à l'avenir une accélération de l'inflation et plus celles-ci auront tendance à alimenter l'inflation au lieu d'augmenter la production. En second lieu, nous sommes devenus plus sensibles aux effets cumulatifs désastreux des déficits et, par voie de conséquence, à l'accroissement de la dette et du fardeau que constitue le service de la dette.

J'ai déjà parlé de la nécessité d'engager la politique monétaire dans une voie qui mène à la stabilité globale des prix. Quant à la politique budgétaire, il est impératif qu'elle soit menée de manière à écarter tout risque qu'elle engendre des pressions cumulatives en matière de dette et de déficit. Au Canada, il faut que se poursuive l'effort déjà entrepris en vue d'atténuer ces pressions. Cela est important non seulement pour assurer la stabilité des marchés financiers, mais aussi - pourrait-on soutenir - pour raffermir la confiance dans la politique monétaire. Cela est important

aussi pour garantir que le gouvernement ne draine pas une proportion démesurée de l'épargne du secteur privé, ce qui nécessiterait le financement à l'étranger d'une trop grande part des investissements au Canada. Cela dit, j'aborde maintenant les modalités du fonctionnement de la politique monétaire.

Le fonctionnement de la politique monétaire

Le fait de savoir où nous souhaitons que la politique monétaire nous mène à la longue - à vrai dire où elle doit nous mener - ne nous renseigne aucunement sur la voie à suivre pour arriver à bon port. Cet aspect de la question revêt pourtant une importance capitale. Il nous faut aussi comprendre par quels moyens la politique monétaire exerce ses effets et savoir comment ne pas dérapier lorsque l'économie est confrontée à des situations inattendues. C'est pourquoi je voudrais maintenant vous dire en gros de quelle manière fonctionne la politique monétaire et comment on peut la diriger. Je vous parlerai ensuite des principaux défis que la Banque du Canada a eu à relever dans la conduite de la politique monétaire au cours des années 80. Pour conclure, je ferai quelques observations sur le mode d'action actuel de la Banque dans ce domaine.

Les moyens d'action de la Banque du Canada, c'est-à-dire les mesures qu'elle applique pour atteindre ses objectifs en matière de politique monétaire, s'insèrent dans un processus économique complexe. Divers aspects de ce processus ont nourri, au fil des ans, les débats entre professionnels. Parmi les sujets sur lesquels ont porté ces débats, citons : l'impact relatif qu'ont sur la dépense les taux d'intérêt et le contingentement du crédit; l'influence

que la monnaie exerce directement sur la dépense par opposition à l'influence qu'elle exerce par le biais des variations de taux d'intérêt; la possibilité que les fluctuations de l'offre de monnaie soient un phénomène distinct des fluctuations de la demande de monnaie; le rôle de la crédibilité et des anticipations; et, enfin, le degré de souplesse des marchés des biens et de ceux du travail. Il n'est pas dans mes intentions de résumer toutes ces controverses. Cependant, il y a lieu d'expliquer quelque peu comment la Banque perçoit le processus, c'est-à-dire le "mécanisme de transmission".

Comme je l'ai signalé tout à l'heure, la Banque du Canada est en mesure d'influencer le comportement des agents économiques du pays, parce que c'est elle qui, en dernier ressort, leur fournit des liquidités, y compris les moyens de paiement sur lesquels sont fondés les règlements entre institutions financières. Ce pouvoir économique tient à deux faits importants. En premier lieu, les grandes institutions financières - surtout les banques - ont besoin de leurs comptes à la Banque du Canada pour régler entre elles les soldes qui résultent de l'échange massif de chèques et d'autres effets de paiement que traite quotidiennement le système de compensation canadien. En second lieu, au moyen de la gestion de son bilan, la Banque du Canada est à même de contrôler la disponibilité de ces encaisses de règlement.

J'aimerais vous signaler, en passant, que le projet d'élimination des réserves obligatoires des banques - projet que nous avons entrepris de discuter avec les institutions financières - ne change rien à ce que je viens de dire. Même sans réserves obligatoires, nous pourrions, grâce à un effet de levier, exercer sur les encaisses de règlement un contrôle qui permettra un resserrement ou une augmentation appropriés de leur volume.

En gros, notre point de vue sur les mécanismes qui relient les mesures prises par la banque centrale aux répercussions de ces dernières sur l'économie est le suivant : en augmentant ou en diminuant le montant des encaisses de règlement mises à la disposition des institutions financières, la Banque du Canada influence directement le niveau des taux d'intérêt à très court terme en vigueur sur le marché monétaire canadien. Les variations de ces taux influent à leur tour sur toute la gamme des taux d'intérêt, tant les taux pratiqués sur le marché que les taux administrés, et sur les taux de rendement d'une foule d'avoirs et d'engagements, partant, sur le taux de change du dollar canadien. Les variations des divers taux de rendement et du cours du change agissent à la longue sur la dépense globale.

Ce que je veux vous faire comprendre par cette explication c'est que la Banque du Canada fonde sur les comportements du marché sa perception - du reste répandue dans le métier - des rouages qui transmettent aux marchés financiers et à l'économie les effets des réglages qu'elle effectue sur les mécanismes de la politique monétaire. À cet égard, on peut se réjouir du fait que les marchés monétaires et les marchés de change canadiens ont de la profondeur, sont dynamiques et compétitifs, ce qui facilite l'utilisation de variations des taux d'intérêt et des taux de change comme fer de lance de la politique.

Toutefois, si nous affirmons que nous percevons clairement le mécanisme de transmission de la politique monétaire canadienne et que celle-ci ne repose pas tellement sur des éléments tels que le contingentement du crédit, la création de déséquilibres entre l'offre et la demande de monnaie ou encore quelque mystérieuse "boîte noire", il ne faut pas penser non plus que la politique monétaire exerce son influence d'une façon précise ou mécanique.

À cet égard, je tiens à apporter une précision importante, à savoir que les effets des mesures de politique monétaire sont largement fonction des anticipations des agents économiques. À titre d'exemple, les marchés financiers peuvent réagir initialement avec une certaine indifférence ou, au contraire, avec beaucoup de vigueur face à un resserrement, par la Banque du Canada, des disponibilités sous forme d'encaisses de règlement. Les taux d'intérêt réagiront si, dans une situation donnée, les marchés financiers sont convaincus que les mesures prises comportent un véritable resserrement et que celui-ci durera bel et bien un certain temps. De même, la réaction du taux de change aux mesures de resserrement dépendra de la durée que les marchés prévoiront pour ces mesures et de la fermeté de leurs attentes en matière d'évolution du dollar canadien. Par ailleurs, le comportement individuel des épargnants et emprunteurs face aux changements qui se produisent sur les marchés financiers par suite de l'application de mesures de politique monétaire n'est guère plus prévisible.

Ce qu'il faut retenir de tout ceci, c'est que, bien qu'en général nous soyons à même de resserrer ou de desserrer à la longue les conditions monétaires au sein de l'économie, nous ne pouvons vraiment prévoir ni comment ni quand exactement se manifesteront les effets ultimes de nos mesures. En outre, comme les mesures de politique monétaire mettent du temps à agir sur la dépense, le profil des résultats peut évidemment être modifié de façon considérable par la réorientation d'autres politiques économiques, au Canada comme ailleurs.

Puisque nous sommes bien obligés d'accepter que le monde dans lequel nous vivons comporte une part d'incertitude, nous devons aussi admettre que nous ne pourrons jamais prévoir

avec exactitude les effets que produiront sur la demande globale ou sur les prix les mesures prises par la Banque du Canada. (Je ne dis pas cela pour mettre en doute l'utilité des modèles macroéconométriques de la Banque, qui sont tout aussi gros, ou tout aussi petits, et tout aussi sophistiqués que d'autres. Mais nous connaissons leurs limites aussi bien que ce qu'ils peuvent nous apporter dans nos réflexions sur la politique monétaire et l'économie.) Nous sommes amenés à conclure que, dans ces conditions, même si notre destination et notre itinéraire sont connus, la conduite de la politique monétaire s'apparente à celle d'un véhicule automobile en situation de visibilité imparfaite - par exemple lorsqu'il y a un orage et que les essuie-glace fonctionnent mal. Cela peut se faire, si nous faisons preuve de beaucoup de prudence.

Dans le domaine monétaire, l'incertitude entraîne deux conséquences principales. En premier lieu, la politique monétaire ne peut servir au "réglage de précision" de la tenue générale de l'économie. En second lieu, les banques centrales ont dû faire appel à des variables financières intermédiaires pour se guider dans l'élaboration de leur politique. En recourant à de telles variables, les autorités monétaires cherchent à s'assurer qu'elles ne perdent pas de vue les objectifs à plus long terme de la politique monétaire dans les décisions au jour le jour qu'implique leur action sur les marchés financiers. Pour reprendre l'analogie avec la conduite d'une automobile, je dirai que les variables intermédiaires nous aident à rester sur la route et à garder la bonne direction. Permettez-moi maintenant de vous livrer quelques observations sur la façon dont nous avons utilisé de tels indicateurs.

L'utilisation d'indicateurs dans la conduite de la politique monétaire

Pendant de nombreuses années, les taux d'intérêt ont été l'indicateur privilégié de la grande majorité des banques centrales, mais la forte inflation qui s'est manifestée dans les années 70 a clairement montré qu'ils n'étaient pas un guide sur lequel on pouvait compter pour orienter la politique monétaire de manière à assurer la stabilité des prix. Il n'est devenu que trop manifeste que les taux d'intérêt du marché renferment des éléments d'anticipations inflationnistes, ce qui corrobore de façon frappante l'affirmation faite en ce sens par Irving Fisher il y a quelque soixante-dix ans. Certes, ces éléments d'anticipations ne sont peut-être pas directement observables, mais ils existent néanmoins et peuvent se modifier brusquement. Et lorsqu'on s'attend à un taux élevé d'inflation, des taux d'intérêt qui, en d'autres circonstances, paraîtraient élevés ne le sont en fait pas tellement, compte tenu de leur incidence sur le comportement des agents économiques.

La leçon capitale à tirer de cette expérience, c'est que, quelles que soient la variable ou les variables intermédiaires utilisées comme guides, elles doivent, dans une très large mesure, traduire l'expansion de l'économie mesurée en dollars ou, comme disent les économistes, en termes "nominaux". De tels guides peuvent servir de point d'ancrage à la politique monétaire et permettre d'éviter les impulsions monétaires qui, au début des années 70, ont conduit à l'accélération de l'inflation. Le choix des variables propres à servir de guides intermédiaires de la politique relève de considérations d'ordre pratique. Il tient essentiellement à la constance de la relation qui s'établit entre les variables

intermédiaires considérées et la dépense globale exprimée en dollars, ainsi qu'à l'efficacité avec laquelle la banque centrale peut influencer sur l'évolution de ces variables. En principe, on peut utiliser ainsi plusieurs de ces variables à la fois. Chacun des divers guides peut alors servir à vérifier la fiabilité des autres; il faut toutefois admettre que le recours à plusieurs indicateurs peut créer une certaine ambiguïté.

Il est bien connu qu'entre 1975 et 1982 la Banque du Canada utilisait officiellement le rythme de croissance de M1 - agrégat monétaire étroit qui comprend la monnaie et les dépôts à vue - comme cible intermédiaire dans la conduite de sa politique monétaire. À cette époque, il importait surtout de faire baisser le taux d'inflation très élevé que connaissait le Canada; à cette fin, la Banque a annoncé des cibles de croissance de M1 de plus en plus faibles. Si elle a pu atteindre ces objectifs, cela tient en partie au fait que, lorsque les taux d'intérêt grimpaient par exemple, les agents économiques avaient tendance à garder le solde de leurs dépôts à vue à des niveaux plus bas en vue de réaliser des économies importantes, ce qui avait pour effet de modérer le taux de croissance de M1. Mais il s'est trouvé que la très grande sensibilité de la croissance de M1 aux variations des taux d'intérêt comportait également de gros inconvénients. Nous voyons aujourd'hui avec le recul que c'est à cause de cette très grande sensibilité de M1 que la politique monétaire a réagi trop graduellement aux problèmes d'inflation de l'époque. Toutefois, c'est l'incidence qu'ont eue sur l'agrégat monétaire M1 les nombreuses innovations financières introduites par les banques au début des années 80 en matière de services et de comptes de dépôts qui, en 1982, a amené la Banque du Canada à abandonner l'utilisation de cet agrégat comme cible intermédiaire. Comme les agents économiques

modifiaient leurs pratiques en matière d'encaisses de transaction, l'agrégat M1 cessait de traduire aussi fidèlement qu'auparavant l'évolution de la dépense nominale.

Depuis, la Banque du Canada examine systématiquement les autres variables qui pourraient, à la place de M1, jouer le rôle de guide intermédiaire de la politique monétaire. Nous nous sommes fait un devoir de commenter régulièrement l'évolution de divers agrégats monétaires dans des articles publiés dans la Revue de la Banque du Canada. Toutefois, nous n'en avons pas encore trouvé un qui puisse tenir le rôle autrefois assigné à M1 et servir officiellement de cible intermédiaire dans la conduite de la politique monétaire, soit une variable dont on annoncerait d'avance la fourchette de croissance cible à partir d'une période de base précise.

Toutefois, cela ne signifie aucunement que nous jugeons les agrégats monétaires incapables de jouer un rôle utile dans la conduite de la politique monétaire. En effet, un certain nombre d'agrégats semblent pouvoir donner une certaine orientation à la politique monétaire. C'est là certes un rôle moins important que celui qui consiste à servir de cible officielle, mais néanmoins utile. Ces agrégats nous renseignent à point nommé sur la tendance de la dépense globale dans l'économie et nous devons tenir compte de tels renseignements dans la mise en oeuvre de notre politique si nous voulons éviter d'accumuler les erreurs. Si nous n'avons défini aucun objectif officiel de croissance pour l'un ou l'autre de ces agrégats, c'est que nous ne sommes pas assez sûrs de la stabilité de la relation qui les lie à la dépense ou aux prix, ni de notre capacité d'influencer ces variables sur une période plutôt courte de manière que, une fois fixés officiellement, les objectifs soient crédibles.

Néanmoins, il ne fait aucun doute dans mon esprit qu'il est extrêmement important de trouver un point d'ancrage quelconque afin de s'assurer que, dans la conduite de la politique monétaire au jour le jour, nous ne perdions pas de vue les objectifs et les exigences à long terme de notre politique. Par conséquent, la Banque devra continuer à faire porter ses recherches surtout sur cette question. Je reparlerai de l'utilisation que nous faisons des agrégats monétaires lorsque je traiterai de l'approche actuelle de la Banque en matière de politique monétaire.

Problèmes de gestion monétaire des années 80

La conduite de la politique monétaire est demeurée, ces dernières années, une entreprise mouvementée. Même si la Banque du Canada ne cherche pas à faire les gros titres de l'actualité, il reste qu'elle a fait et fait encore parler d'elle. Ce qui a particulièrement marqué cette période, c'est la grande incertitude que nous a léguée la décennie d'inflation rapide qui a commencé au début des années 70. À cela s'ajoute la divergence des approches adoptées par les grands pays industriels en matière de politique économique. À cet égard, il faut surtout mentionner, à cause de son influence sur l'économie mondiale, l'évolution de la situation budgétaire aux États-Unis.

Étant donné les ravages qu'a causés l'inflation aiguë des années 70, les marchés financiers du monde entier ont eu tendance à être extrêmement sensibles à tout signe d'augmentation des pressions sur les prix. La moindre crainte d'une recrudescence de l'inflation semblait donner lieu, à brève échéance, à un relèvement des taux des obligations à long terme. Qui pourrait reprocher aux investisseurs leur

comportement? Les déséquilibres considérables qui sont apparus dans les finances publiques et les balances courantes ont fait croître encore davantage l'incertitude des marchés financiers. Cette incertitude a été particulièrement manifeste sur les marchés des changes, où l'on a pu observer des poussées de fièvre spéculative et de grande instabilité psychologique, au cours desquelles les opérateurs réagissaient souvent de façon exagérée à chaque brise d'information.

Même depuis 1982, période au cours de laquelle le taux d'inflation a beaucoup diminué, les attentes inflationnistes sont toujours prêtes à refaire surface, au Canada comme ailleurs. Cet état de choses restreint la souplesse à court terme de la politique monétaire. Dans la situation inverse, par exemple lorsque les agents économiques croient fermement que les prix vont rester stables, les pouvoirs publics peuvent probablement se permettre, dans une certaine mesure du moins, d'attendre pour voir si les situations défavorables qui surviennent ne sont en fait que passagères. Les dirigeants canadiens étaient vraisemblablement dans cette heureuse position au début des années 50. Comme les gens semblaient croire avec persistance à la stabilité des prix, la montée des cours des matières premières associée à l'essor économique durant la guerre de Corée ne les a pas amenés à penser que la course entre les salaires et les prix allait se poursuivre. Les mesures finalement adoptées par les pouvoirs publics ont donc réussi à rétablir assez rapidement la stabilité des prix au sein de l'économie, et ce sans produire de ralentissement marqué de l'activité économique.

L'incertitude qui s'est implantée profondément dans les mentalités ces dernières années s'est manifestée en

particulier par l'émergence périodique de pressions à la baisse sur le dollar canadien. Lorsque les pressions sur le dollar étaient surtout d'origine spéculative, comme ce fut le cas en février 1986 par exemple, il était important que la banque centrale leur oppose une vive résistance afin de réduire autant que possible les pressions à la hausse sur les prix qui auraient pu aggraver les craintes d'inflation et entraver nos progrès vers la stabilité des prix. En d'autres occasions, les pressions exercées sur le taux de change découlaient de phénomènes plus concrets, comme la détérioration des termes de l'échange. Même dans de tels cas, il était essentiel de veiller à ce que l'ajustement du taux de change réel, par le biais duquel la perte de revenu réel s'est répercutée sur l'ensemble de l'économie canadienne, soit modulé par la politique monétaire de façon à ne pas favoriser une accélération du taux d'inflation.

L'instabilité exceptionnelle qui caractérise par moments l'interaction entre le marché monétaire et le marché des changes restreint encore davantage les choix qui s'offrent à la Banque sur une période relative brève. Beaucoup d'investisseurs considèrent comme presque interchangeable dans leurs portefeuilles les placements qu'ils font sur les marchés monétaires canadien et américain, compte tenu des variations qu'ils prévoient dans le taux de change des deux monnaies. Cela signifie que toute variation des taux d'intérêt à court terme au Canada par rapport à ceux pratiqués aux États-Unis n'est possible que dans la mesure où elle est compensée par une modification de l'écart entre le taux de change en vigueur au moment où le placement est fait et le taux attendu à la date d'échéance de ce placement. En soi, cela ne pose aucun problème. Toutefois, durant les périodes où les attentes concernant la valeur future de notre dollar n'étaient pas très fermes, même une légère hausse des taux

d'intérêt à court terme aux États-Unis par rapport aux taux correspondants au Canada pouvait provoquer une baisse marquée des taux de change, à la fois à terme et au comptant.

De plus, si dans ce contexte il arrivait que de nouvelles baisses du taux de change soient prévues, les taux d'intérêt du marché monétaire au Canada avaient tendance à monter pour compenser. En fin de compte, nous nous retrouvions avec des taux d'intérêt plus élevés de même qu'avec une devise affaiblie. C'est précisément ce qui s'est produit au milieu de 1984. Le Rapport annuel de la Banque du Canada pour 1984 décrit cet épisode en détail; aussi en esquisserai-je ici seulement les grandes lignes. Les taux d'intérêt à court terme aux États-Unis avaient augmenté considérablement durant la première partie de l'année. La Banque du Canada s'est alors employée à orienter les réactions du marché de manière que la hausse des taux canadiens corresponde à peu près à celle des taux américains. Le dollar canadien a néanmoins baissé de façon marquée. Il semble que, malgré la hausse des taux d'intérêt canadiens, les participants au marché aient craint que la Banque ne se dérobe finalement. Leur nervosité a gagné le marché monétaire canadien. La stabilité n'est revenue sur le marché des changes et le marché monétaire au Canada que lorsque la Banque du Canada a finalement permis aux taux d'intérêt à court terme canadiens de s'établir à des niveaux bien supérieurs aux taux américains correspondants. Ce n'est qu'une fois la stabilité ramenée sur les deux marchés que la Banque a pu orienter ses mesures de politique monétaire vers une réduction graduelle des taux d'intérêt. L'hypersensibilité des taux de change à l'évolution des taux d'intérêt - et, réciproquement, des taux d'intérêt à l'évolution attendue du taux de change - a nettement comme conséquence de limiter la marge de manoeuvre de la Banque en courte période. L'attention minutieuse et

soutenue que nous accordons à l'évolution des marchés financiers est en grande partie motivée par la nécessité où nous sommes de savoir constamment si nous approchons des limites de notre marge de manoeuvre.

Au début de cette partie de ma conférence, j'ai dit que l'un des faits marquants des dernières années avait été les déséquilibres en matière de politique économique qui existent au sein de l'économie mondiale. Je terminerai cette partie en commentant certaines des répercussions qu'ont eues ces déséquilibres, notamment sur la politique monétaire.

En raison de la place importante qu'occupent les États-Unis dans l'économie mondiale, les politiques économiques de ce pays ont largement contribué au niveau élevé des taux d'intérêt réels observé à l'échelle internationale durant la première partie des années 1980. En outre, les orientations très divergentes des politiques budgétaires des grands pays industriels ont entraîné des déséquilibres sans précédent des balances courantes, tandis que l'évolution des taux de change a pris une allure de montagnes russes. Vu la dépendance du Canada à l'égard du commerce international et le degré d'intégration des marchés financiers à l'échelle mondiale, notre économie ne pouvait échapper à ces perturbations. Ainsi, notre position concurrentielle vis-à-vis des producteurs d'outre-mer s'est détériorée par suite de la baisse que les devises d'outre-mer ont enregistrée jusqu'au début de 1985 par rapport au dollar américain et, dans une moindre mesure, au dollar canadien. Cette situation s'est inversée il y a quelque temps avec l'affaiblissement du dollar américain.

L'instabilité des marchés des changes a aussi entretenu l'incertitude au sujet du cours approprié du dollar

canadien. Comme je l'ai mentionné tout à l'heure, cette incertitude a eu pour effet, à certains moments, de rétrécir la marge de manoeuvre de la Banque du Canada. En outre, la persistance d'importants déficits budgétaires, tant au Canada qu'à l'étranger, a pu nourrir les préoccupations du public quant à la détermination des autorités de réaliser la stabilité des prix. Ces préoccupations peuvent également avoir contribué à maintenir les taux d'intérêt à long terme à un niveau nettement supérieur au taux actuel d'inflation.

Je dois quand même ajouter, avant de clore cette partie de ma conférence, que les grands pays industriels ont adopté une approche globale concertée dans la mise en oeuvre de leurs politiques, et ce en vue de remédier à certains des problèmes dont je viens de parler. C'est là une heureuse initiative. Toutefois, j'estime qu'il est capital que nous nous gardions d'accorder plus d'importance à la stabilité du marché sur de courtes périodes qu'aux modifications fondamentales qu'il est essentiel d'apporter aux politiques pour assurer l'équilibre de l'économie et la stabilité du marché à moyen terme. Plus précisément, il ne faut pas privilégier la recherche de la stabilité du taux de change à court terme au point de compromettre la bonne tenue des prix intérieurs, objectif principal de la politique monétaire. Ce serait aller à l'encontre des buts à moyen terme poursuivis par tous dans le cadre de l'effort de coopération économique internationale.

Où en sommes-nous à l'heure actuelle?

Je voudrais maintenant aborder la façon dont la Banque du Canada conduit sa politique monétaire étant donné les défis dont je viens de vous parler.

Après la récession de 1981-1982, la Banque s'est souciée de soutenir la reprise économique dans le contexte d'une évolution à la baisse du taux d'inflation. Comme il y avait une très grande marge de capacité inutilisée dans l'économie, le principal risque que nous courions sur le plan de l'inflation provenait des répercussions que les fluctuations du taux de change pourraient avoir sur les prix, celles-ci pouvant donner lieu à une recrudescence des attentes inflationnistes et à une augmentation des pressions à la hausse sur les prix. Comme je l'ai déjà mentionné, le souci d'éviter une forte dépréciation de notre devise a donc joué pour beaucoup dans les décisions prises en matière de politique monétaire.

Ces derniers temps, comme notre économie, qui en est à sa cinquième année d'expansion, a continué de progresser rapidement (quoique je sache fort bien que cette expansion ne s'est pas fait sentir dans la même mesure partout au pays), nous nous sommes plutôt préoccupés du risque d'inflation attribuable à des pressions excessives de la demande provenant de la surchauffe de l'économie dans des secteurs d'activité importants et certaines régions du pays.

Dans ce contexte, il importe plus que jamais que la politique soit orientée aussi nettement que possible de façon à assurer un accroissement modéré de la dépense nominale au Canada. Les agrégats monétaires ont un rôle considérable à jouer dans une telle stratégie.

Selon les recherches que nous avons effectuées sur les agrégats monétaires au cours des dernières années, l'agrégat M2, qui regroupe les dépôts non transférables que les particuliers détiennent dans les banques à charte ainsi que la monnaie et les dépôts à vue compris dans M1, a

tendance à évoluer de pair avec la dépense globale sur des périodes d'un ou deux ans. L'agrégat M2+, qui englobe, en plus des composantes de M2, les dépôts de mêmes types détenus dans les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire ainsi que dans les credit unions et les caisses populaires, a des propriétés semblables à celles de M2. De plus, les différents agrégats de la monnaie et du crédit constituent des indicateurs précurseurs de l'évolution de la production et des prix qui sont d'une grande utilité.

Étant donné que M2 et M2+ comprennent plus d'éléments que M1, ils sont moins touchés par les déplacements de fonds qui résultent des innovations financières et qui ont rendu difficile l'interprétation de M1. En d'autres termes, plus les agrégats comprennent d'éléments, plus il y a de chances que des déplacements de fonds se produisent entre leurs diverses composantes, et, par conséquent, moins il est probable que leur trajectoire soit affectée par des mouvements de fonds. Malheureusement, nous ne pouvons affirmer que les agrégats plus larges ne sont pas du tout sensibles aux déplacements de fonds. Par exemple, en raison du degré élevé de substituabilité qui existe entre les dépôts des particuliers et les obligations d'épargne du Canada, les résultats d'une campagne de vente d'obligations d'épargne peuvent avoir une incidence considérable sur la trajectoire de M2 et de M2+, surtout s'ils sont très au-dessus ou très au-dessous de la normale. Encore plus frappantes peut-être sont les diminutions considérables qu'ont subies M2 et M2+ au cours de la période 1982-1984, et que nous arrivons difficilement à expliquer, même bien longtemps après coup. L'explication la plus plausible que nous puissions fournir est qu'à cette époque les particuliers auraient réduit leurs avoirs liquides, y compris les dépôts d'épargne et les dépôts à terme qu'ils détenaient dans des institutions financières,

dans le but de rembourser le plus rapidement possible leurs emprunts hypothécaires au coût élevé. Il en est résulté une croissance très faible des agrégats M2 et M2+ pendant un certain temps. Depuis la fin de 1984, les taux de croissance de ces agrégats suivent à nouveau un profil beaucoup plus comparable à celui de la croissance de la dépense nominale.

Même si l'on pouvait faire fi de l'incertitude que fait naître la possibilité de déplacements de fonds, le rôle que les agrégats sont susceptibles de jouer à l'avenir sera différent de celui qu'a tenu M1 au cours de la période 1975-1982. Nos recherches indiquent que les propriétés techniques de M2 diffèrent de celles de M1. M2 n'est pas aussi prompt à réagir aux variations de taux d'intérêt que l'était M1. Cela peut constituer un avantage puisque, tout bien considéré, M1 l'était trop, comme je l'ai précisé plus tôt. Mais cela implique également que, au cas où M2 dévierait de la trajectoire désirée, les mesures de politique monétaire pourraient mettre un peu plus de temps à le ramener sur cette trajectoire qu'il n'en fallait pour M1 en pareil cas. C'est notamment pour cette raison que nous n'avons défini aucune autre cible de croissance officielle pour l'un ou l'autre des agrégats monétaires et que, pour l'heure, nous nous servons de M2 et de M2+ seulement à titre d'indicateurs dans la formulation de la politique monétaire. Naturellement, l'information que ceux-ci fournissent est constamment vérifiée, par recoupement, avec d'autres données tant financières que non financières.

Toutefois, bien que nous fassions preuve d'une certaine prudence dans l'utilisation des agrégats, il est sûr que nous en tenons compte dans la formulation de la politique. Par exemple, la croissance plus rapide enregistrée par M2 et M2+ au début de 1987 - celle-ci ayant dépassé les

10 % pour l'un comme pour l'autre - a été le signe précurseur d'une accélération de la dépense au Canada et a motivé notre décision de favoriser une hausse des taux d'intérêt au cours du printemps et de l'été de 1987.

Le fait que nous fassions porter davantage l'accent sur les agrégats ne signifie pas que nous ne tiendrons plus compte du taux de change. D'abord, les variations du taux de change sont des indicateurs utiles de l'évolution économique et des sentiments qui animent le marché; de plus, les données sur le taux de change sont disponibles presque continuellement. Ensuite, les variations de notre taux de change peuvent avoir sur le rythme de la dépense et de l'inflation dans notre économie, des répercussions dont il faut tenir compte, et ce même si notre objectif ne concerne pas la valeur extérieure, mais bien la valeur intérieure du dollar canadien, et même si le moyen le plus sûr de soutenir le cours de notre monnaie est de maintenir son pouvoir d'achat au pays. J'ajouterai ici que, en raison des fortes variations qu'a connues le dollar canadien vis-à-vis des monnaies d'outre-mer, nous avons accordé une attention accrue à son évolution par rapport à une moyenne pondérée des monnaies de nos principaux partenaires commerciaux. Enfin, permettez-moi de souligner que les autorités monétaires seront toujours prêtes à agir, et à agir promptement, pour soutenir la confiance dans le dollar canadien. Une fois perdue, la confiance en une monnaie ne se regagne pas facilement.

Observations finales

J'espère que mes observations d'aujourd'hui ont contribué à vous faire mieux comprendre le rôle que tient la politique monétaire au Canada. Dans le monde de certitudes et

d'attentes stables que décrivent les manuels, la conduite de la politique monétaire peut sembler être une opération de précision; mais en réalité, dans un monde où règne l'incertitude et où des marchés étroitement liés influent les uns sur les autres, la gestion monétaire demeure aléatoire. Cela ne veut pas dire qu'elle ne peut être expliquée.

Il devrait maintenant être tout à fait clair qu'à cause de l'héritage que nous a laissé l'inflation des années 70 et à cause des déséquilibres considérables observés au cours des années 80 sur le plan des politiques économiques pratiquées tant au pays qu'à l'étranger, le climat dans lequel oeuvre la Banque du Canada présente des défis particuliers. Mais tout en relevant ces défis et en tirant des leçons qui nous aideront à trouver des moyens plus efficaces de nous acquitter de notre tâche, nous ne devons pas nous méprendre sur l'objectif ultime que nous poursuivons, ni douter de sa valeur. L'expérience des dernières années ne fait que confirmer l'importance que revêt la stabilité des prix. C'est là une des conditions fondamentales de la réalisation et du maintien d'une bonne tenue de l'économie. Les modifications apportées avec le temps à la façon de mener la politique monétaire au Canada visent à faciliter la réalisation de cet objectif. Je crois que le public n'attend pas moins de nous, et ce à bon droit.