

---

RESPONSABILITÉS ET PRÉOCCUPATIONS DE LA BANQUE DU CANADA

---

---

Allocution prononcée par  
John W. Crow  
Gouverneur de la Banque du Canada  
au déjeuner organisé dans le cadre de l'assemblée annuelle  
de l'Association canadienne d'économique  
à l'université de Windsor  
Windsor (Ontario)  
le samedi 4 juin 1988

---

---

Allocution prononcée par  
John W. Crow  
Gouverneur de la Banque du Canada  
au déjeuner organisé dans le cadre de l'assemblée annuelle  
de l'Association canadienne d'économique  
à l'université de Windsor  
Windsor (Ontario)  
le samedi 4 juin 1988

---

## RESPONSABILITÉS ET PRÉOCCUPATIONS DE LA BANQUE DU CANADA

### Introduction

Je suis très heureux de prendre la parole devant vous aujourd'hui, à l'occasion de l'assemblée annuelle de l'Association canadienne d'économique. De votre côté, j'espère que vous ne serez pas trop ennuyés d'écouter une allocution totalement dépourvue d'équations, de renvois et de notes bibliographiques.

J'entends vous parler de certaines questions touchant aux responsabilités de la Banque du Canada. Il s'agit bien sûr de questions qui font partie des préoccupations quotidiennes de la Banque, mais j'imagine qu'elles ne manquent pas d'intérêt non plus pour l'ensemble de la communauté des économistes. En premier lieu, je traiterai des buts que vise la politique monétaire. Cette partie de mon exposé sera axée principalement sur la situation intérieure, mais je crois qu'il sera utile d'examiner à cet égard ce que signifie la coordination économique à l'échelle internationale. Ensuite, je parlerai brièvement de l'incidence - si tant est qu'il y en ait - pour la politique monétaire de l'éventuelle élimination des réserves-encaisse obligatoires des banques et je m'arrêterai en

passant sur l'évolution du lien entre la politique monétaire et la gestion de la dette publique. En dernier lieu, je dirai quelques mots sur les rapports entre la Banque et la communauté des économistes canadiens.

### Les objectifs de la politique monétaire

Je m'adresse à des universitaires pour la deuxième fois cette année. La première occasion m'a été donnée dans le cadre d'une conférence organisée sous les auspices de la Fondation Eric Hanson à l'université de l'Alberta. J'y ai traité des objectifs et des mécanismes de la politique monétaire au Canada. Je ne veux pas reprendre ici cette conférence, ma foi assez longue et qui, de toute façon, a été publiée intégralement dans la livraison de février de la Revue de la Banque du Canada, mais je compte bien que vous me permettez de revenir sur certains points.

Parlant des objectifs de la politique monétaire, le message que j'ai voulu alors faire passer est que, pour promouvoir une croissance soutenue de l'économie canadienne, la Banque du Canada ne pouvait faire mieux que de chercher à produire un rythme d'expansion monétaire qui favorise la stabilité de la monnaie, c'est-à-dire la stabilité du niveau général des prix. Cette façon de voir les choses est fondée sur une vérité fondamentale, à savoir que nous vivons dans une économie établie sur la monnaie. En l'absence d'une unité monétaire fiable, l'économie ne pourra, à long terme, tourner le plus efficacement possible. Une politique monétaire inflationniste ne permet donc pas de réaliser l'objectif essentiel, soit le maintien d'une bonne performance économique.

Évidemment, les interventions monétaires peuvent influencer sur l'activité économique à court terme. Toutefois, comme je l'ai mentionné dans ma conférence Eric Hanson, l'ampleur des répercussions de telles interventions et la rapidité avec laquelle elles se propagent sont, à chaque étape, aléatoires. Cette situation diminue de beaucoup les chances qu'une politique monétaire axée sur un "réglage de précision" de l'économie donne des résultats satisfaisants.

Ces considérations semblent conforter l'idée que la Banque devrait disposer d'une règle quelconque qui puisse guider sa politique et ainsi garantir que les objectifs à long terme demeurent au centre de ses préoccupations, dans la poursuite de ses activités sur les marchés financiers au fil des jours, des semaines et des mois.

En l'absence d'une telle règle, ou point d'ancrage, les pressions qui s'exercent toujours avec beaucoup d'insistance pour qu'on lâche la bride à la politique monétaire risquent de conduire, dans ce domaine, à une succession de mesures malencontreuses qui pourraient engendrer une inflation endémique, voire même galopante. Il n'est pas facile de choisir un guide précis, en particulier si la variable choisie doit remplir le rôle exigeant de cible officielle. L'expérience que nous avons faite à la Banque de l'agrégat monétaire M1, entre 1975 et 1982, nous a beaucoup appris sur les difficultés qui peuvent survenir. Toutefois, comme je l'ai mentionné dans ma conférence, même s'il est difficile de trouver des cibles ou des guides appropriés, la Banque poursuit ses recherches dans ce sens car elle attache toujours une grande importance à cette question. Jusqu'ici, les agrégats les plus prometteurs pour remplir le rôle de guide semblent être M2 (qui est constitué des dépôts non transférables que les particuliers détiennent dans les banques à charte, ainsi que de

la monnaie et des dépôts à vue compris dans M1) et M2+ (qui englobe, en plus des composantes de M2, les dépôts tenus dans les sociétés de fiducie, les sociétés de prêt hypothécaire, les credit unions et les caisses populaires).

Dans l'ensemble, quelle a été jusqu'à présent la réaction à ma conférence? La majeure partie de mes propos était consacrée aux modalités de la gestion monétaire et aux difficultés que peut poser en courte période, dans la mise en application des politiques, l'évolution des anticipations en matière d'inflation ou de taux de change. Cette partie de mon exposé semble n'avoir suscité que peu de réactions. Compte tenu de la nature complexe et technique des points qui y étaient abordés, nous nous attendons à peu de commentaires à l'extérieur des milieux universitaires. Et puisque ces derniers, je pense, manifestent plus rapidement et avec plus d'éclat leur désaccord que leur assentiment, peut-être faut-il conclure que notre point de vue en cette matière commande l'adhésion générale.

Par contre, l'idée que la stabilité générale des prix puisse se justifier comme objectif central de la politique monétaire a beaucoup retenu l'attention. Un certain nombre de journalistes et d'universitaires ont exprimé l'avis qu'il s'agit là d'une idée radicale, voire dangereuse. Sur cette question, ils se sont exprimés dans un langage très ferme et des plus colorés.

Mais le fait de tolérer l'inflation contribue-t-il au maintien d'une bonne performance économique? Peut-on vraiment soutenir qu'une politique monétaire conçue de façon à tolérer un taux d'inflation élevé plutôt qu'un taux d'inflation bas débouchera avec le temps sur un niveau plus élevé de production

et d'emploi ou, inversement, prétendre que rechercher la stabilité des prix gênera la tenue de l'économie canadienne au lieu de l'améliorer? Je suis convaincu que la réponse à ces questions doit être "non". À l'heure actuelle, tout le monde, je crois, reconnaît que des politiques inflationnistes persistantes causent à l'économie des dommages qui s'accumulent. Néanmoins, il semble que tous ne voient pas encore la façon insidieuse dont l'inflation peut s'accélérer, ni la nécessité d'une politique monétaire qui, à cet égard, soit axée sur un objectif clair et bien établi.

Naturellement, je suis quelque peu surpris que certains trouvent radicale l'idée que la stabilité des prix soit un objectif valable de la politique monétaire. Cela dit, je conviens que, dans les circonstances actuelles, la réalisation de cet objectif exigera minutie dans la préparation, patience et fermeté dans l'exécution. Voilà pourquoi le cadre et les modalités d'application de la politique monétaire et, dois-je ajouter, les notions connexes de crédibilité et de cohérence des politiques dans le temps sont importants et valent la peine d'être discutés. Ces questions, avec d'autres qui s'y rattachent, peuvent toujours faire l'objet d'analyses plus poussées et de débats sérieux et c'est avec grand intérêt que nous verrions de nouveaux participants apporter à ces débats le fruit de leur réflexions judicieuses.

#### La coordination des politiques à l'échelle internationale

Jusqu'ici, j'ai insisté sur l'importance de la stabilité monétaire intérieure comme objectif. Mais je dois dire que ce qui retient le plus l'attention de nos jours, c'est la dimension internationale de cette question, notamment les progrès réalisés en matière de coordination économique

internationale et les perspectives qui se présentent à ce chapitre. La question de savoir comment harmoniser les aspects internes et la dimension internationale de la politique monétaire mérite d'être étudiée beaucoup plus à fond. Signalons d'abord qu'il est raisonnable de s'attendre à ce que les mécanismes actuels de coordination économique à l'échelle internationale subissent encore un certain rodage. Par ailleurs, même s'il y a eu à cet égard beaucoup de progrès, nous ne pouvons avoir la certitude que nous sommes rendus très loin dans notre apprentissage, puisque ce qui est en train de s'accomplir n'a jamais été tenté auparavant. Il y aura toujours à mon avis des choix difficiles à faire lorsqu'il s'agira de prendre exactement les mesures qui s'imposent pour faire en sorte que la politique monétaire d'un pays ait une incidence internationale bénéfique tout en restant orientée vers la stabilité monétaire intérieure. Néanmoins, certains aspects de la question méritent que je m'y arrête dès maintenant.

En premier lieu, permettez que je m'écarte quelque peu du domaine de la politique monétaire pour souligner que le principal problème qui retient notre attention sur le plan international est l'émergence, durant la première moitié de la présente décennie, de déséquilibres très importants dans les balances courantes et les finances publiques des grands pays industriels. Ces déséquilibres sont en train de s'atténuer, mais ils restent toujours considérables. En outre, ils ont été accompagnés de variations marquées des taux de change.

On s'accorde généralement pour dire que, pour améliorer la situation, il est indispensable que se réalise une plus grande concordance entre la demande intérieure et la production tant dans les principaux pays dont la balance extérieure est excédentaire que dans ceux dont la balance

extérieure est déficitaire. Par conséquent, de solides arguments peuvent être invoqués en faveur d'un resserrement de la politique budgétaire par les pays dont le solde des échanges présente un déficit non souhaité, tandis que ceux dont le solde des échanges est largement excédentaire pourraient contribuer au redressement qui s'impose en adoptant des politiques budgétaires expansionnistes. Nous sommes engagés dans cette voie, mais il faut admettre que les résultats ne correspondent pas toujours aux énoncés de politique. D'une manière générale, les pays dont la balance extérieure est déficitaire ont eu de la difficulté à augmenter les impôts ou à comprimer leurs dépenses. C'est le cas même lorsqu'une demande intérieure relativement vigoureuse ou encore la nécessité de continuer à endiguer la dette publique font ressortir le besoin d'un resserrement des finances publiques. En revanche, les pays dont la balance extérieure est excédentaire se sont à juste titre montrés peu disposés à courir le risque de déclencher, par le biais d'une politique budgétaire expansionniste, une succession de déficits budgétaires et un accroissement de la dette qu'ils pourraient difficilement contenir par la suite.

L'analyse des fondements de la coordination montre que, dans un monde où les États sont interdépendants, une approche coordonnée de façon explicite se traduit en principe par une amélioration de la tenue de l'économie. Toutefois, cette amélioration n'est pas nécessairement facile à réaliser. Cependant, la gravité des déséquilibres internationaux auxquels il a fallu s'attaquer et des problèmes d'ordre économique - dont la tentation de recourir à des mesures protectionnistes n'est pas le moindre - que ces déséquilibres risquent d'entraîner montre nettement l'importance que revêtent pour l'économie mondiale les efforts qui sont actuellement déployés et les progrès qui se réalisent. Qui plus est, pour faire face aux difficultés que présente le fonctionnement de la

coordination internationale, les grands pays industriels ont pu bénéficier de la compétence précieuse et du jugement éclairé des organismes économiques internationaux.

Il ressort clairement de ce que j'ai dit jusqu'à présent que le rôle de la politique monétaire sur le plan de la coordination internationale n'est pas nettement défini. Cela reflète sans doute en partie le fait que les politiques monétaires ne sont pas à l'origine des problèmes que la coordination économique internationale vise à résoudre. Cependant, certaines analyses ont été effectuées sur les aspects monétaires, en particulier en ce qui a trait aux systèmes de taux de change.

Les importants mouvements de taux de change qu'a subis l'économie mondiale ont mis en évidence la question de l'établissement, d'un commun accord, de zones-cibles pour les taux de change. Mais même les défenseurs des zones-cibles admettent que celles-ci ne sont souhaitables, ou réalisables, que dans la mesure où la discipline qu'elles peuvent instituer résultera en une amélioration systématique des politiques internes. De fait, certains d'entre eux semblent penser que l'établissement de zones-cibles constitue pour le monde le meilleur moyen de réaliser une telle amélioration, surtout sur le plan budgétaire. Ainsi, on s'attaquerait aux problèmes intérieurs par le biais de mesures visant les problèmes sur le plan extérieur. Cependant, il faudrait aussi s'assurer que toute contribution que pourrait apporter l'existence de telles zones à la stabilité des taux de change ne servira pas à nourrir l'inflation sur la scène nationale et internationale.

À cet égard, j'aimerais faire remarquer que, en matière de prévention de l'inflation mondiale, on s'est beaucoup attaché à déterminer si les indicateurs des fluctuations des prix des produits de base peuvent constituer

un instrument utile, sans qu'ils soient nécessairement intégrés à une structure de zones-cibles. Il se peut que les travaux entrepris sous l'égide du Groupe des sept et d'autres organismes montrent que de tels indicateurs peuvent fournir d'utiles signes avant-coureurs d'une poussée de l'inflation mondiale ou même nationale. Mais il semble déjà établi que, de toute manière, pour être efficaces ces indicateurs doivent être utilisés comme compléments, et non comme substituts, des indicateurs nationaux de l'inflation et des guides d'orientation des politiques utilisés à l'heure actuelle.

Après ces grandes questions sur la politique monétaire canadienne, j'aimerais maintenant aborder deux sujets qui relèvent davantage de la mise en oeuvre au jour le jour de cette politique.

### Les réserves obligatoires et la politique monétaire

Comme certains d'entre vous doivent le savoir, dans le Livre bleu intitulé Le secteur financier : nouvelles directions qu'il a déposé en décembre 1986, le gouvernement canadien a annoncé l'élimination progressive des réserves obligatoires, c'est-à-dire les réserves non rémunérées que les banques à charte doivent tenir.

Dans certains milieux, on craint que l'élimination des réserves obligatoires n'entraîne la perte du contrôle que la Banque du Canada exerce sur la base monétaire et, par conséquent, sur la politique monétaire.

Il est vrai que c'est fondamentalement par des opérations sur la base monétaire, c'est-à-dire celles qui influent sur la taille de notre bilan, que nous faisons sentir

notre influence en matière de politique monétaire. Mais il ne s'ensuit pas que nous nous fions à un quelconque lien direct, un effet multiplicateur, entre la base monétaire et les agrégats monétaires au sens large pour réaliser nos objectifs en matière de politique monétaire. Le lien important est celui qui va de la base monétaire aux taux d'intérêt à court terme. Or, il n'y a aucune raison de croire que l'élimination des réserves obligatoires affaiblira notre capacité d'influencer les taux d'intérêt à court terme, lesquels nous fournissent les moyens d'agir sur la demande de monnaie et, par voie de conséquence, sur le rythme d'expansion monétaire. De fait, la politique monétaire, sous le nouveau régime, sera menée grosso modo de la même façon qu'elle l'est à l'heure actuelle, car les principaux éléments qui donnent à la Banque du Canada le pouvoir d'influencer les taux de rendement pratiqués par les marchés financiers resteront sensiblement les mêmes. En effet :

- (1) le règlement des opérations quotidiennes de compensation des effets de paiement par les principales institutions de dépôt continuera nécessairement de s'effectuer dans les registres de la Banque du Canada;
- (2) même en l'absence de réserves légales obligatoires, les institutions de dépôt devront encore tenir des soldes de règlement à la Banque du Canada; et
- (3) la Banque du Canada sera encore en mesure de déterminer la disponibilité de ces soldes de règlement et, par conséquent, d'exercer une influence directe sur les taux d'intérêt à très court terme. De cette façon, elle conservera son pouvoir sur les conditions monétaires en général.

L'élimination des réserves obligatoires a, certes, des conséquences secondaires pour la conduite au jour le jour de la politique monétaire par la Banque du Canada, et nous en discutons avec les institutions concernées. Cependant, la conséquence de loin la plus importante, de fait celle qui est à l'origine des changements mentionnés, est que l'élimination des réserves obligatoires non rémunérées se traduira par un traitement plus équitable pour les banques et les institutions parabancaires. Dans le système financier canadien, qui est en pleine mutation, la distinction entre les banques et les institutions parabancaires devient de moins en moins nette. Aussi serait-il manifestement inéquitable de ne pas libérer les banques de l'obligation de détenir des réserves non rémunérées.

#### La gestion de la dette publique et la politique monétaire

J'aimerais maintenant aborder un autre domaine dans lequel la Banque est considérablement engagée, en l'occurrence la gestion de la dette publique. J'aimerais souligner ici que, même si la Banque, à titre d'agent financier et de conseiller du gouvernement canadien, joue encore un rôle actif dans la gestion de la dette publique, cette gestion et celle de la politique monétaire sont maintenant deux domaines tout à fait distincts. Une telle situation tranche avec celle qui existait il y a un certain nombre d'années. Pour s'en rendre compte, il suffit de consulter le mémoire que la Banque du Canada a présenté en 1962 à la Commission royale d'enquête sur le système bancaire et financier. Les opérations de gestion de la dette publique étaient alors étroitement liées à celles de la politique monétaire.

Dans le paysage financier de 1962, la Banque du Canada mettait l'accent sur les "conditions du crédit", une

notion qui englobe à la fois le coût du crédit et les autres éléments qui déterminent sa disponibilité, lorsqu'elle devait définir sa position en matière de politique monétaire ou évaluer l'incidence de cette dernière.

Dans un tel contexte, on jugeait que les opérations de gestion de la dette publique influaient sur les conditions du crédit. Cela tenait d'une part au fait que les modifications de la structure des échéances des titres de dette du gouvernement faisaient fluctuer les liquidités en général au sein de l'économie (dans la mesure où les titres à court terme constituaient des substituts plus liquides de la monnaie que les titres à long terme), et d'autre part au fait que l'on estimait que des variations même assez modérées de l'offre de titres publics assortis de différentes échéances pouvaient agir sur la structure des taux d'intérêt. Par voie de conséquence, ce type d'opérations était considéré comme un complément à la politique monétaire.

Depuis, les choses ont beaucoup changé. Les modifications d'ordre institutionnel telles que le déplafonnement des taux d'intérêt, la substituabilité beaucoup plus grande entre divers types d'instruments financiers et la capacité d'absorption grandissante de l'ensemble des marchés financiers canadiens sont autant de facteurs qui ont contribué à minimiser la signification opérationnelle de la notion de "conditions du crédit" comme guide de la politique monétaire et, partant, à affaiblir considérablement le lien entre la gestion de la dette et la politique monétaire.

Je tiens toutefois à faire une mise en garde. Si l'échéance moyenne des titres de dette était fortement écourtée, ce qui serait un cas extrême, la rotation massive et fréquente des titres qui en résulterait pourrait compliquer le

fonctionnement de la politique monétaire. Aussi, bien que manifestement nos marchés financiers disposent désormais d'une grande capacité d'absorption, on ne saurait supposer qu'une modification majeure des échéances visant, par exemple, à tirer parti de la structure des taux de rendement n'ait absolument aucun effet perturbateur sur les marchés des valeurs.

Je tiens à souligner, avant de passer à un autre sujet, que je n'ai abordé la question de la gestion de la dette que par rapport aux modalités de la gestion monétaire. Sur un plan plus général et plus fondamental subsiste le problème que représente, pour l'économie et les marchés financiers, l'absorption de l'accroissement de la dette publique, tout comme persiste la nécessité de s'assurer par des mesures budgétaires soutenues que cet accroissement est contenu dans des limites raisonnables.

#### La Banque et la communauté des économistes canadiens

J'ai tenté aujourd'hui d'exposer certaines des questions qui entrent dans les attributions de la Banque du Canada et qui, j'en suis sûr, présentent un intérêt considérable pour vous, tant sur le plan professionnel qu'à d'autres titres. Les rapports que la Banque entretient avec les membres de votre association, soit les économistes, revêtent beaucoup d'importance et d'intérêt pour nous. C'est pourquoi j'aimerais formuler quelques observations sur ces rapports avant de terminer mon allocution.

Je crois que les relations que nous entretenons sont bonnes dans l'ensemble. Les échanges entre les membres de la profession et la Banque sont constants et constructifs. Ils passent par divers canaux. La Banque, par exemple, a fait

largement appel, il y a plusieurs années, aux économistes des milieux universitaires pour mettre au point les modèles économétriques RDX1 et RDX2 et elle continue de faire appel à eux de temps à autre pour animer des séminaires et participer comme conseillers à certains projets. De même, elle communique ses propres recherches au public par le biais de mémoires qu'elle soumet à l'occasion à diverses commissions royales et par la publication directe de travaux de recherche et de rapports techniques rédigés par le personnel de la Banque. De fait, dans le but de donner un accès plus rapide et plus large aux études que nous effectuons, nous avons lancé récemment une nouvelle série de documents de travail; nous souhaitons bien sûr recevoir les observations des économistes sur les titres qui paraîtront dans cette collection.

Les économistes de la Banque collaborent aussi à des revues spécialisées et participent activement à diverses tribunes réunissant les membres de la profession, telles que les assemblées annuelles de votre association, celles de la Société canadienne de science économique et d'autres.

Ainsi, mon impression générale est que la Banque ne lésine pas sur la contribution qu'elle apporte à la pratique de l'économie au Canada. Cependant, il y a forcément des domaines où cette contribution pourrait en principe être plus grande. Quant à nous, c'est avec plaisir que nous accepterions un plus grand concours de la part des économistes. Nous puisons déjà largement, pour nos analyses économiques, dans les travaux généraux de recherches émanant des milieux universitaires, mais nous souhaiterions une contribution plus importante dans le domaine qui nous est propre, soit la politique monétaire, et en particulier la politique monétaire appliquée. Je soulignerai à cet égard que seule une poignée d'économistes, surtout ceux qui

sont associés à l'Institut C.D. Howe, ont produit des études approfondies sur la politique monétaire au Canada au cours de la dernière décennie et celles-ci ont été plutôt espacées.

On ne s'explique pas clairement la pénurie relative de travaux sur les questions de politique monétaire. Est-il difficile pour les économistes de se tenir suffisamment au courant de l'actualité pour pouvoir fournir des commentaires à jour plutôt que des analyses rétrospectives? Ou l'intérêt pour les questions de politique monétaire est-il simplement passé de mode?

Je veux surtout faire ressortir que les questions dont s'occupe la Banque sont importantes et dignes de commentaires sérieux. Pour encourager de tels commentaires, nous sommes disposés à livrer des observations, formellement ou informellement, sur les travaux produits par d'autres. Peut-être pourrions-nous faire davantage pour favoriser de tels échanges, par exemple en accordant des bourses à des universitaires qui viendraient travailler quelque temps à la Banque à des projets d'intérêt commun ou encore en organisant des colloques. Mes collaborateurs et moi-même aimerions recevoir toute suggestion constructive visant à accroître la qualité et la fréquence des échanges entre la Banque et l'ensemble de la communauté des économistes. Nous prêtons en effet beaucoup d'attention à ce qui se dit et, si nous pouvons faire plus pour encourager la production de travaux de qualité dans notre domaine et une meilleure compréhension de la politique monétaire, nous sommes prêts à le faire.