
L'UTILISATION DU TAUX DE CHANGE COMME OUTIL D'AJUSTEMENT
DE LA BALANCE DES PAIEMENTS : LE POINT DE VUE CANADIEN

Allocution prononcée par
John W. Crow
Gouverneur de la Banque du Canada
à la XXVe réunion des Gouverneurs des
banques centrales du continent américain
Rio de Janeiro (Brésil)
les 5 et 6 mai 1988

Allocution prononcée par
John W. Crow
Gouverneur de la Banque du Canada
à la XXVe réunion des Gouverneurs des
banques centrales du continent américain
Rio de Janeiro (Brésil)
les 5 et 6 mai 1988

**L'UTILISATION DU TAUX DE CHANGE COMME OUTIL D'AJUSTEMENT
DE LA BALANCE DES PAIEMENTS : LE POINT DE VUE CANADIEN**

Je suis très heureux de l'invitation qui m'a été faite de vous exposer, dans une perspective canadienne, le rôle du taux de change dans le processus d'ajustement de la balance des paiements. Avant d'aller plus loin, je tiens à souligner que nous avons au Canada un système de taux de change flottants. Ce qui revient à dire que notre pays ne se fixe aucun objectif particulier en matière de taux de change. Par ailleurs, le processus d'ajustement de la balance des paiements s'opère par l'entremise des forces du marché, et la politique monétaire que nous menons vise essentiellement à assurer la stabilité des prix au pays et la croissance soutenue de notre économie.

Toutefois, il ne faudrait évidemment pas conclure du schéma que je viens de tracer des orientations de notre politique que les questions de taux de change et de balance des paiements sont sans importance pour le Canada. Bien au contraire, l'évolution du cours de la monnaie et du solde de la balance des paiements revêt une importance beaucoup trop grande et exerce une influence beaucoup trop directe sur la tenue de notre économie pour que nous ne lui prêtions aucune attention ou que nous l'abandonnions tout bonnement au libre jeu des forces du marché. Certes, il arrive souvent, au Canada, que

nous jugions nécessaire d'intervenir sur les marchés des changes; mais, dans la mise en oeuvre de notre politique monétaire, nous ne devons jamais perdre de vue non seulement que notre pays est une économie très ouverte sur l'extérieur, mais aussi qu'il participe pleinement aux opérations sur les marchés financiers internationaux.

Je dois également souligner que le fait que la politique monétaire soit fondamentalement orientée en fonction d'objectifs intérieurs ne nie pas et ne minimise pas le bien-fondé de l'effort de concertation économique à l'échelle internationale, dans lequel le Canada est fortement engagé. Cet important effort vise essentiellement à encourager l'adoption de politiques intérieures adéquates et, par ricochet, à prévenir les effets de débordement d'une économie à une autre qui pourraient nuire à la réalisation d'objectifs nationaux valables.

Je vais consacrer le reste de mon allocution à un exposé général sur la façon dont les considérations relatives au taux de change et à la balance des paiements influent sur la politique monétaire au Canada.

Les objectifs de la politique monétaire

À notre avis, c'est en cherchant à réaliser et à maintenir la stabilité générale des prix que la politique monétaire peut le mieux contribuer à la croissance d'une économie qui est, après tout, fondée sur la monnaie. En effet, en entretenant la confiance dans la monnaie nationale, la politique monétaire peut fournir les bases essentielles d'une bonne tenue de l'économie qui soit générale et durable. Quelles que soient les autres mesures que pourraient dicter

des circonstances particulières, nous devons nous rappeler que cette confiance ne pourra être réalisée que si la politique monétaire s'y attache expressément.

À cet égard, on porte attention aux variations du taux de change en fonction de l'importance des répercussions qu'elles peuvent avoir sur les prix intérieurs, la production et le revenu. Les variations excessives du taux de change qui ne résultent pas des conditions fondamentales et qui représentent une menace pour la poursuite des objectifs nationaux peuvent exiger l'application de mesures correctives.

À l'instar de beaucoup d'autres banques centrales, la Banque du Canada a pour attributions de réglementer et de sauvegarder la valeur extérieure de l'unité monétaire nationale. Mais comme je l'ai déjà laissé entendre, il n'est pas nécessaire pour cela d'avoir un système de taux de change fixes. Nous avons constaté que dans un monde qui n'est pas toujours très discipliné, un tel système peut être une source d'instabilité de nature spéculative.

Un système de taux de change fixes peut quand même procurer une meilleure discipline et la stabilité à court terme. En éliminant l'incertitude entourant les fluctuations futures des taux de change nominaux, les autorités pourraient sans aucun doute favoriser l'augmentation marginale du commerce international de biens et services et réduire le temps et les ressources que les entreprises consacrent actuellement à la surveillance de leurs opérations internationales. Ces avantages pourraient toutefois être plus que contrebalancés par les pressions additionnelles qu'une inflation d'origine externe exercerait sur les salaires et les prix intérieurs et par les difficultés qu'il pourrait y avoir à faire face aux chocs réels venant de l'extérieur. De plus,

même si les cours des monnaies qui se dégagent de systèmes plus flexibles ne sont pas toujours "justes", leurs variations constituent souvent une bonne indication de l'humeur du marché et de la tenue relative de l'économie. Ma dernière remarque sur ce sujet est que, peu importe le régime des changes en vigueur, le moyen le plus sûr de protéger la valeur externe de la monnaie d'un pays est d'en conserver le pouvoir d'achat interne.

Le taux de change et la mise en oeuvre de la politique monétaire

Les premiers défenseurs du système de taux de change flottants prétendaient que la flexibilité de ce système mettrait les économies à l'abri des chocs d'origine externe, ferait échec à une spéculation déstabilisatrice, assurerait l'équilibre de la balance des paiements et permettrait aux États de poursuivre des politiques monétaires indépendantes. Ces effets étaient surévalués. Certes l'adoption, au début des années 70, de régimes de taux de change flottants par la plupart des grands pays industriels a apporté un certain automatisme en matière d'ajustement des balances de paiements et a fourni aux autorités une marge de manoeuvre plus grande pour parer aux chocs, notamment les chocs pétroliers. Mais il faut aussi reconnaître que le système n'a pas fonctionné de façon aussi harmonieuse et fiable que la plupart des observateurs l'avaient espéré. Quant à savoir s'il existe ou non un meilleur système, c'est une toute autre question, qui déborde le cadre de cet exposé.

C'est en raison des difficultés que je viens de relever que la Banque du Canada, à l'instar d'autres banques centrales, a jugé nécessaire de jouer un rôle plus actif sur les marchés des changes que l'on ne le pensait au moment où se

généralisaient les régimes de flottement des cours des monnaies. L'expérience nous a appris que les raisons qui motivent l'intervention des banques centrales sur les marchés des changes sont de deux ordres, tout à fait distincts l'un de l'autre.

Il y a d'abord les facteurs liés à la tendance qu'ont les taux de change d'évoluer de façon subite et instable -- source potentielle de problèmes pouvant commander une intervention de la banque centrale.

Pour éviter que l'incertitude ne se nourrisse elle-même, la Banque du Canada, en sa qualité d'agent financier du gouvernement, intervient régulièrement sur le marché des changes en faisant contrepoids à toute velléité d'emballlement et d'instabilité excessive.

J'aimerais ajouter à ce sujet que les arrangements pris par la Banque du Canada et le gouvernement en matière de gestion du Fonds des changes canadien sont tels que toute intervention est toujours automatiquement stérilisée. On peut donc distinguer très clairement les mesures prises dans le cadre de la politique monétaire des interventions sur les marchés des changes. Cela signifie également que les interventions de la Banque du Canada n'ont probablement, au mieux, que des effets très temporaires sur les marchés des changes, sauf lorsqu'elles contribuent à influencer sur les attentes du marché quant aux politiques à venir. Elles peuvent néanmoins suffire à corriger des perturbations légères.

Ce qui menace également et bien plus gravement le fonctionnement du régime des changes flottants, ce sont les bulles spéculatives persistantes, c'est-à-dire le

désalignement systématique des monnaies. Il existe de nombreuses preuves que le marché des changes, tout autant que les autres marchés financiers, donne prise aux effets d'entraînement et à la spéculation déstabilisatrice qui peuvent maintenir pendant de longues périodes les cours à des niveaux manifestement insoutenables à long terme. Dans de telles circonstances, des mesures visant à corriger le profil d'évolution du taux de change plutôt qu'à l'adoucir peuvent être indiquées. Des interventions menées à point nommé, et peut-être expliquées au public dans les grandes lignes, peuvent prévenir les pressions spéculatives en faisant éclater les bulles avant que les cours ne s'emballent et ne faussent les prix intérieurs et l'activité économique réelle. Lorsque l'intervention ne parvient pas à exercer une influence suffisante, le recours à l'ajustement des taux d'intérêt peut s'imposer comme contrepoids aux forces du marché.

Les autres motifs de l'intervention de la Banque sur les marchés des changes ne sont pas liés à la spéculation déstabilisatrice ni à l'instabilité excessive des taux, mais plutôt aux objectifs de politique intérieure dont j'ai parlé plus tôt. Il peut arriver que la Banque du Canada cherche, dans le cadre de la conduite de sa politique monétaire, à contrebalancer les mouvements prononcés et continus du taux de change au moyen d'un ajustement des taux d'intérêt intérieurs, dans le seul but de favoriser la stabilité des conditions monétaires dans l'ensemble de l'économie. L'ampleur d'une telle mesure serait fonction de la tenue de l'économie nationale, de l'origine des variations du taux de change et de leur durée prévue. Le danger serait que, ce faisant, nous gênions un mouvement dans l'ensemble compatible avec l'évolution de la conjoncture économique intérieure.

Permettez-moi de dire, pour fermer ce chapitre, qu'en raison de la très forte ampleur des variations du dollar É.-U. par rapport aux monnaies des pays d'outre-mer, nous avons dû de plus en plus, pour avoir une évaluation correcte de notre taux de change, analyser le comportement de notre monnaie non seulement par rapport au dollar É.-U., mais aussi par rapport à l'ensemble des monnaies de nos principaux partenaires commerciaux d'outre-mer, même si les États-Unis sont notre plus important partenaire commercial. À titre d'exemple, je vous rappellerai que, depuis mars 1985, le dollar canadien s'est légèrement redressé vis-à-vis du dollar É.-U., mais qu'il a reculé de façon beaucoup plus marquée par rapport aux devises de pays tiers. Et même si le poids accordé au dollar américain dans l'indice pondéré sur la base du commerce extérieur que nous publions avoisine les 80 %, le niveau de l'indice global du taux de change a peu changé étant donné la chute brutale de notre monnaie par rapport aux devises de pays tiers.

La balance des paiements

Dans des circonstances normales, on ne saurait penser que les pays peuvent ou doivent s'efforcer de réaliser un solde excédentaire ou nul dans leurs échanges commerciaux avec d'autres pays. Le solde approprié de la balance commerciale varie selon les pays et selon le moment.

À cet égard, il convient de dire quelques mots au sujet de l'accord commercial qui a été conclu dernièrement entre le Canada et les États-Unis. Ces deux pays ont de bonnes chances de tirer des avantages économiques de l'accord en question, mais l'ampleur du mieux-être économique qui en résulterait n'est pas du tout directement liée au solde des échanges entre les deux partenaires. À vrai dire, on ne sait pas très bien

si l'accord aura une incidence majeure quelconque sur la balance commerciale. Néanmoins, il ne fait aucun doute qu'il influencera les mouvements de biens, de services et de capitaux dans les deux sens. Par conséquent, l'incidence sur les taux de change, si tant est qu'il y en ait une, ne peut que demeurer incertaine.

Quoi qu'il en soit, je voudrais surtout souligner à ce stade de mon propos qu'il est peu probable que les ajustements de taux de change puissent seuls, sans l'aide de politiques intérieures, corriger des déséquilibres fondamentaux dans l'emploi de ressources nationales par rapport aux ressources extérieures. Par exemple si, en raison d'un déficit important de ses finances publiques, un pays consomme constamment plus de biens et de services qu'il n'en produit et que d'autres ne sont pas prêts à financer son déficit, seules deux options réalistes s'offrent à ce pays : (i) éliminer la demande excessive en réalisant un meilleur équilibre budgétaire, ou (ii) restreindre suffisamment, par le biais de taux d'intérêt élevés, la consommation et les investissements du secteur privé pour faire de la place aux dépenses publiques. Quelle que soit l'option retenue, même si la première doit être considérée comme de loin la meilleure, les ajustements des taux de change ne doivent pas être perçus comme des substituts mais plutôt comme des compléments de mesures importantes prises au niveau intérieur.

J'aimerais maintenant passer à une question qui, si elle s'éloigne légèrement du sujet, n'est pas sans rapport avec lui. Dans les pays dotés d'un système de taux de change fixes, on s'aperçoit parfois que les changements de parités n'ont pas suffisamment tenu compte des différences qui existaient entre les taux d'inflation à l'intérieur et à l'extérieur des frontières. Cette situation provoque un

désalignement des monnaies, qui peut déboucher sur ce que l'un de mes prédécesseurs à la tête de la Banque du Canada a un jour appelé la "défense obstinée d'un cours inapproprié". Il importe évidemment de rétablir un rapport cohérent entre la valeur interne et la valeur externe des devises, en s'inspirant sans doute de la différence entre les taux d'inflation des divers pays. Cependant, les ajustements de taux de change seuls ne sont pas toujours la solution. Recourir à la dévaluation dans un contexte de demande excessive généralisée ne fera qu'aviver les pressions inflationnistes, neutralisant ainsi tout avantage qui aurait pu autrement découler du réalignement. Bien entendu, il en va de même des pays qui mettent en oeuvre des politiques inflationnistes dans des systèmes de taux de change plus flexibles. Dans ce cas, si des mesures correctives internes ne sont pas aussi appliquées, ces pays courent le risque de se trouver dans un cercle vicieux : l'inflation intérieure engendre la dépréciation de la monnaie qui, à son tour, engendre l'inflation.

Pour clore mes propos sur la question de la balance des paiements par une observation plus générale, je voudrais vous signaler que les mesures prises dernièrement par les pays du Groupe des sept et par les organismes internationaux officiels tels que l'OCDE et le FMI en vue de promouvoir la coordination internationale des politiques confortent grandement la notion que politiques nationales saines et système monétaire international harmonieux vont de pair. Ces groupes visent à promouvoir, au moyen à la fois de consultations et de réunions régulières, de l'analyse d'indicateurs et d'études formelles, des politiques qui soient compatibles avec les objectifs économiques globaux et qui servent au mieux les intérêts des différents pays concernés.

L'importance qui est accordée aux questions de taux de change et de balance des paiements dans la formulation des politiques des différents pays témoigne des besoins particuliers et de la situation respective de chacun d'entre eux. Toutefois, certains principes économiques, évidents quoique souvent oubliés, s'appliquent partout. D'abord, aucun système monétaire international, aucune politique en matière de taux de change ne peut garantir que les déséquilibres avec l'étranger seront corrigés sans heurt si des politiques intérieures sensées ne sont pas aussi mises à contribution. Ensuite, et par voie de conséquence, il est préférable que les politiques budgétaires et monétaires soient orientées en fonction d'objectifs internes fondamentaux plutôt qu'en fonction des symptômes qui pourraient se manifester sur le plan extérieur.

Ce que je viens de dire ne doit pas être interprété comme un appui sans réserve aux principes du libre jeu du marché ou du régime de taux de change flottants. Comme je l'ai dit tout à l'heure, on peut certainement faire un usage judicieux des techniques de gestion des taux de change pour supprimer ou réduire certains des excès inhérents au marché des changes. Ce faisant, il faut toutefois veiller à ne perdre aucunement de vue les changements fondamentaux qui, généralement, doivent se produire.