



BANQUE DU CANADA

Le rôle de la politique monétaire

Allocution prononcée par

John W. Crow

Gouverneur de la Banque du Canada

devant le

Comité britannique et nord-américain

à Montréal (Québec)

le 2 décembre 1989

Ne pas publier avant le 2 décembre 1989

9 h, heure normale de l'Est

Allocution prononcée par
John W. Crow
Gouverneur de la Banque du Canada
devant le Comité britannique et nord-américain
à Montréal (Québec)
le 2 décembre 1989

LE RÔLE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Les objectifs que devrait poursuivre la politique font actuellement l'objet de nombreuses discussions dans chacun de nos pays.

La Banque du Canada, bien entendu, accorde beaucoup d'attention à cette question. Nous croyons fermement - et l'expérience récente nous le confirme - que la politique monétaire ne peut contribuer pleinement à la bonne tenue générale de l'économie que si elle poursuit un objectif essentiel, à savoir la réalisation et le maintien de la stabilité générale des prix intérieurs.

Le moment est particulièrement bien choisi pour débattre une nouvelle fois de la stabilité des prix. L'évolution économique récente risque de compromettre la réalisation de cet objectif. Il en va ainsi non seulement au Canada, mais aussi ailleurs, y compris dans les deux autres pays représentés à ce Comité.

Pourquoi la stabilité des prix est-elle si importante?

Pourquoi la stabilité des prix est-elle importante au point que les autorités monétaires doivent y consacrer leur

attention? Pour certains, la réponse à cette question va de soi; mais il s'en trouve aussi pour juger cette idée radicale et inquiétante et douter de l'importance fondamentale qu'il y a à veiller à ce que la monnaie nationale conserve sa valeur. Aussi me permettez-vous d'expliquer pourquoi la stabilité des prix est un objectif important et pourquoi il faut y souscrire autrement qu'en paroles.

Toutes les économies modernes reposent sur la monnaie. Celle-ci nous permet d'effectuer des transactions de la manière la plus efficace et la moins onéreuse possible. Pour tirer pleinement parti des avantages économiques qui en découle, nos économies doivent bénéficier d'une unité monétaire qui rallie la confiance de tous, autrement dit d'une unité monétaire qui conserve sa valeur au fil du temps.

Permettez-moi de m'étendre un peu là-dessus.

Tous les jours, les consommateurs prennent des décisions qui tiennent compte du prix des biens et services qu'ils veulent obtenir. Les décisions que prennent les entreprises en matière d'investissement et de production sont fondées sur le prix de vente de leurs produits et sur leur prix de revient. C'est un bon système, et que l'on puisse croire qu'il fonctionnerait mieux dans un contexte d'inflation dépasse l'entendement. L'inflation non seulement occulte la signification des variations actuelles des prix, mais elle aggrave la situation en entourant d'une incertitude bien superflue leur évolution. Il s'ensuit que les gens commettent des erreurs inutiles dans leurs décisions économiques. Ils doivent faire des efforts pour se protéger de l'inflation, efforts qui pourraient être consacrés à des activités de production. Dans ces conditions, nos économies ne peuvent pas fonctionner aussi bien que nous serions en droit de l'attendre.

L'inflation comporte aussi des coûts économiques et sociaux. Étant donné que certaines personnes et certaines entreprises sont mieux armées que d'autres pour s'en prémunir, elle favorise une redistribution arbitraire du revenu et de la richesse. Comme économiste, je puis affirmer que la science économique doit encore trouver la formule qui lui permettra d'affecter pleinement aux transferts arbitraires des coûts économiques généraux. Mais ce constat nous renseigne peut-être davantage sur les limites de la science économique que sur les répercussions de ces transferts sur notre société.

Voyons maintenant quels sont les arguments contraires. On entend souvent dire que l'inflation est acceptable si elle est maintenue à un taux "modéré" ou "bas", soit un taux qui se situerait entre la stabilité des prix et 10 %. Pourquoi certaines personnes trouvent-elles cela acceptable? Ce ne peut être parce que notre économie fonctionnerait mieux de cette façon. L'argument selon lequel nous pourrions, par exemple, réduire réellement le taux de chômage simplement en nous accommodant d'un peu plus d'inflation a été totalement démenti par les événements des vingt dernières années. Il est plus plausible que ces personnes adhèrent à l'argument selon lequel l'inflation comporte des coûts qu'il ne vaut peut-être pas la peine d'assumer, et qu'il vaudrait mieux composer avec elle.

Mais "composer avec l'inflation", qu'est-ce que cela veut dire au juste? Entend-on par là qu'il faut viser pour elle une cible donnée? Que je sache, presque chaque fois qu'une cible a été suggérée, il s'agissait du taux d'inflation du moment, quel qu'il soit. Est-ce cela qu'on appelle une cible?

On peut se poser d'autres questions. Si le seul objet de la politique monétaire est de s'accommoder du taux d'inflation du moment, qu'est-ce qui empêchera celui-ci d'augmenter? En

d'autres termes, si la réduction de l'inflation est perçue comme, disons, une entreprise tout simplement trop difficile à réaliser, dans quel sens iront systématiquement les risques que prendront les autorités au moment de formuler leurs politiques? Dans le sens d'une inflation plus élevée, naturellement. Et elles seront fortement encouragées à le faire. Plus d'une fois au cours de la dernière année, on a voulu que la politique monétaire au Canada crie victoire dans sa lutte contre l'inflation, même si le taux d'inflation dépassait les 5 % et menaçait de s'accroître encore plus. La Banque du Canada doit-elle, face aux pressions inflationnistes, favoriser l'expansion monétaire jusqu'à ce que l'inflation s'approche, disons, de 10 %, quitte alors à prendre des mesures en vue de corriger les conséquences de sa politique? Sera-t-il alors plus facile de vivre avec l'inflation et l'économie s'en portera-t-elle mieux? Certainement pas!

Autrement dit, une politique qui s'accommode de l'inflation non seulement accable l'économie du fardeau d'une inflation chronique, mais en plus elle manque sérieusement de crédibilité. Lorsqu'une telle politique est suivie, infailliblement les agents économiques deviennent de plus en plus pessimistes à l'égard de l'évolution future de l'inflation et leurs décisions économiques sont dictées par ce sentiment. De plus, toute hausse de l'inflation au-delà d'une cible donnée ne pourrait être inversée que moyennant un effort et un coût énormes. De fait, une politique visant à réaliser un taux d'inflation globale précis et réellement stable exigerait un engagement considérable de la part des responsables. Et dans quel but? Il va de soi qu'un tel engagement serait plus fort que celui imposé par une authentique politique de stabilité des prix, car, contrairement à ce dernier, il ne porterait pas la marque de la cohérence et de la crédibilité, pour ne pas dire du bon sens.

Le processus de stabilisation des prix

Que faut-il pour réaliser la stabilité des prix? À coup sûr, celle-ci passe par une politique monétaire qui est orientée vers cet objectif, qui s'engage, sans désarmer, à l'atteindre. La réalisation de la stabilité des prix reste, dans la pratique, une entreprise de longue haleine. Cependant, à mesure que le taux d'inflation baisse et que le comportement des agents économiques se trouve moins conditionné par les craintes d'inflation, il devient plus aisé de réduire l'inflation et de la contenir.

Permettez-moi de citer un exemple que beaucoup d'entre vous connaissent bien. Le succès qu'ont connu en définitive les négociations entourant la création d'un marché plus intégré en Europe, ou "Europe 92" comme on l'appelle communément, a été déterminé par un engagement soutenu des parties concernées. Il y a cinq ans, les chances de l'élargissement du marché commun au sein de la CEE étaient considérées comme extrêmement minces par beaucoup d'observateurs. Aujourd'hui, au terme de durs efforts et de périodes où les négociations ont semblé piétiner, l'avènement d'un marché commun plus intégré paraît soudainement se concrétiser. Pour arriver à cela, il a fallu amener les gens à modifier leur façon de penser, en l'occurrence à envisager la possibilité d'un marché transnational unique et à songer aux avantages que leur procurerait un tel marché.

Il est difficile de dire dans quelle mesure la stabilité des prix pourra être réalisée en douceur. Il peut survenir beaucoup d'impondérables qui échappent à l'influence de la politique monétaire.

Il reste qu'il doit être établi hors de tout doute que la politique monétaire doit être formulée de manière à accorder

une importance stratégique à la stabilité des prix. Elle ne doit jamais perdre de vue cet essentiel objectif à long terme. Elle doit harmoniser le rythme d'expansion monétaire - et, par voie de conséquence, l'incidence de ce dernier sur l'évolution de la dépense globale - avec la capacité de l'économie de fournir un surcroît de biens et de services. À cet égard, les agrégats de la monnaie et du crédit ont un rôle utile à jouer à titre de cibles intermédiaires ou d'indicateurs.

La croyance selon laquelle il est possible, peu importe la conjoncture, d'utiliser des politiques de gestion de la demande pour stimuler encore et encore l'activité économique en courte période est tenace, mais elle est erronée. L'absence de mémoire et de vision à long terme donne lieu à des politiques de courte vue. La politique monétaire doit être formulée en fonction du long terme, et non simplement en fonction de semaines ou de mois. Agir autrement, c'est-à-dire conduire la politique monétaire de manière à parer tout changement du cycle économique, ne peut que nuire à la bonne tenue de l'économie. Nous savons cela par expérience.

En dernier lieu, j'aimerais aussi souligner que la stabilité des prix rend l'économie plus productive. Elle représente par conséquent un investissement pour l'avenir. Mais cet investissement ne pourra se faire si la politique monétaire est principalement déterminée par des considérations de court terme.

La dimension internationale

Avant de faire le point sur la situation actuelle, j'aimerais dire quelques mots au sujet du taux de change et de la dimension internationale de la politique monétaire.

Où donc s'inscrit le taux de change dans tout cela? Qu'il constitue un prix important au sein de nos économies, nous en convenons bien volontiers. Le Canada exporte le quart de sa production totale de biens et de services. Au Royaume-Uni, la proportion correspondante est à peu près la même et, aux États-Unis, elle tend à augmenter.

De toute évidence, la politique économique, y compris la politique monétaire, doit tenir compte du taux de change et être attentive à ses répercussions sur l'économie et sur l'inflation. Nous souhaitons tous que la valeur extérieure de notre monnaie soit aussi stable que possible. De fait, le mandat de la Banque du Canada, stipulé dans le préambule de la Loi sur la Banque du Canada, consiste en partie à "contrôler et protéger la valeur extérieure de l'unité monétaire nationale".

Mais je dois rappeler que la politique monétaire nationale doit viser au premier chef la stabilité du niveau général des coûts et des prix intérieurs, c'est-à-dire, en ce qui nous concerne, la stabilité du dollar canadien au Canada. Autrement dit, c'est le Canada, et non le reste du monde, qui porte la responsabilité de l'expansion monétaire chez lui et, par conséquent, de la direction que prend l'inflation.

De fait, c'est par le maintien de la stabilité monétaire à l'intérieur du pays qu'une banque centrale peut le mieux assurer de façon générale la stabilité du taux de change. Certes, cette assurance n'est pas absolue, mais, du point de vue monétaire, c'est la meilleure qui soit.

Je devrais peut-être ajouter que je ne suis pas sans savoir que la question du taux de change peut également être envisagée sous d'autres angles, par exemple la taille et la configuration optimales des marchés ainsi que les considérations

d'ordre politique. Ces questions sont fort débattues en Europe dans le contexte d'Europe 92 et des années qui suivront. Du point de vue de la monnaie toutefois, on peut affirmer que, si un pays décide de lier sa monnaie à celle d'un autre pays, c'est essentiellement parce que ce dernier a, d'une façon ou d'une autre, mieux réussi à maîtriser son inflation. Ce faisant, il importe la crédibilité que confère une politique anti-inflationniste. Il serait évidemment intéressant de chercher à savoir pourquoi, dans un cas précis, un pays ne réussit pas à bâtir une crédibilité de son propre cru. Mais là n'est pas mon propos aujourd'hui.

Avant de quitter la scène internationale, permettez-moi de développer davantage l'argumentation selon laquelle la politique monétaire doit d'abord viser des objectifs intérieurs.

On a beaucoup insisté ces derniers temps sur la nécessité qu'il y a pour les grands pays industrialisés de coordonner leurs politiques en vue de favoriser la stabilité des taux de change. Néanmoins, en l'absence d'arrangements institutionnels entre pays limitant radicalement la possibilité pour chaque État de choisir ses propres politiques économiques nationales, la stabilité monétaire nationale reste la pierre angulaire de la stabilité monétaire à l'échelle internationale.

Même s'il était possible d'assurer la stabilité des taux de change au sein d'un groupe de pays ayant à peu près le même taux d'inflation, la situation laisserait à désirer. Quoi qu'il en soit, est-il réaliste de penser que la stabilité des taux de change puisse être réalisée dans une conjoncture d'inflation généralisée? Les incertitudes qu'engendre l'inflation désorganisent le comportement de tous les participants aux marchés financiers, à l'intérieur comme à l'extérieur des frontières nationales. Le maintien d'un

consensus parmi ceux-ci quant aux valeurs financières fondamentales devient de plus en plus précaire. Les valeurs financières deviennent très faciles à ébranler; c'est aussi le cas, bien sûr, des taux de change, qui, après tout, servent à relier les valeurs financières des différents pays. Le résultat d'un tel état de choses serait aux antipodes de la stabilité des taux de change.

Où en sommes-nous à l'heure actuelle?

Comment se présente la situation sur le front de l'inflation? J'aimerais faire un survol de la scène internationale avant de me pencher sur la situation au Canada. Les grands pays industrialisés ont traversé une période prolongée de forte croissance de la demande. Après un certain ralentissement en 1986, la demande a connu un regain de vigueur en 1987 et en 1988. La forte activité économique qui en a résulté a donné lieu à une intensification généralisée des pressions inflationnistes, à laquelle les autorités monétaires ont fait face en resserrant les conditions monétaires. Les taux d'intérêt à court terme ont augmenté dans les principaux pays industriels, notamment au Canada, au Royaume-Uni et aux États-Unis.

La politique monétaire a été largement mise à contribution dans la lutte contre les pressions inflationnistes. Il a fallu, pour contenir l'essor d'une demande inflationniste, relever les taux d'intérêt de façon relativement marquée.

Permettez-moi, en passant, d'évoquer le cas du Royaume-Uni. La conjoncture y est différente, et cela est très intéressant, en ce sens que ce pays affiche un excédent budgétaire. Cependant, l'extrême vigueur de la dépense privée a malgré cet excédent provoqué un relèvement très prononcé des taux

d'intérêt, qui ont de fait atteint des niveaux supérieurs à ceux qui sont pratiqués aux États-Unis ou au Canada. S'il est une chose que montre bien l'expérience du Royaume-Uni, c'est la difficulté qu'il y a à promettre fermement que les taux d'intérêt à court terme pourraient baisser si une politique budgétaire restrictive était appliquée.

La conjoncture au Canada est la même que celle que connaissent les autres pays industrialisés. Le Canada s'est classé dans le peloton de tête des pays qui ont le mieux réussi au cours de la période de reprise actuelle. Les revenus y ont augmenté rapidement, les entreprises ont fortement investi et l'emploi a enregistré des gains importants.

Les pressions de la demande se sont toutefois intensifiées. La dépense nominale globale a affiché un taux annuel moyen de croissance de 10 % du début de 1987 aux premiers mois de 1989, ce qui représente une cadence que l'économie ne pouvait soutenir et qui dépasse même sa capacité de fournir un surcroît de biens et de services. Nous voyons maintenant les résultats de ces pressions de la demande se manifester sur les coûts et les prix canadiens.

Ces phénomènes compromettent les progrès dans la voie de la stabilisation des prix et de l'expansion économique au Canada. La Banque du Canada a réagi dès 1987 en resserrant progressivement les conditions monétaires. Nous voulions parer la poussée inflationniste nocive à la naissance de laquelle nous assistions. Bien entendu, étant donné la vigueur de la demande, les mesures prises ont provoqué des mouvements ascendants des taux d'intérêt à court terme. Certains milieux ont certes trouvé la pilule amère, mais il n'était pas question de soutenir l'expansion économique en faisant fi de l'intensification de la poussée inflationniste et en accélérant le rythme d'émission de

la monnaie. L'expérience récente canadienne, qui nous a appris que chaque période de tassement de l'activité économique est précédée d'une vague de pressions sur les coûts et les prix, montre qu'une telle attitude ne pouvait qu'ouvrir la porte à un fléchissement important de l'activité.

Le rythme de progression de la dépense s'est ralenti ces derniers temps à la fois au Canada et dans certains grands pays industrialisés, mais pas dans tous. Toutefois, au Canada, les pressions qui s'exercent sur les ressources disponibles restent très fortes.

Conclusion

Mon allocution a essentiellement porté, à votre invitation, sur les principales difficultés auxquelles doit faire face la politique monétaire ou, pour reprendre la formulation proposée, sur "le dilemme des dirigeants des banques centrales".

J'ai la conviction de ne pas avoir éludé, dans mes propos, les problèmes qui se posent aux banques centrales.

En même temps, j'ai cherché à faire ressortir ce que la politique monétaire peut accomplir et, par conséquent, ce qu'elle devrait être, plutôt qu'à vous faire part de nos problèmes. Les autorités monétaires auraient tout intérêt à bien comprendre la portée et les limites de leurs politiques, et par conséquent ce qu'elles peuvent raisonnablement accomplir. Cette compréhension est certainement nécessaire si elles désirent éviter des dilemmes inutiles ou des choix impossibles. Ce qui est beaucoup plus grave, c'est qu'à vouloir faire trop de choses, les autorités monétaires peuvent nuire aux économies qu'elles servent, et en définitive faire empirer les choses sur tous les plans.

Tout à l'heure, j'ai insisté sur l'importance que revêtent la stabilité des prix intérieurs et la recherche de cette stabilité. J'aimerais conclure en soulignant que la Banque du Canada est très disposée à poursuivre le débat sur la stabilité des prix et l'analyse de cette question. D'ailleurs, cela est déjà en branle. Je veux simplement insister sur le fait que tous les arguments au sujet de la stabilité des prix, qui ne font pas grand cas de ce que la politique monétaire peut et doit faire dans l'intérêt économique national, ont peu de chances de résister à un examen rigoureux.