



BANQUE DU CANADA

La politique monétaire nationale et l'intégration financière à l'échelle mondiale

Allocution prononcée par

John W. Crow

Gouverneur de la Banque du Canada

à l'occasion de la conférence annuelle

de la *Financial Analysts Federation*

tenue à Montréal (Québec)

le 15 mai 1989

Ne pas publier avant le 15 mai 1989

à 9 h, heure avancée de l'Est

Allocution prononcée par
John W. Crow
Gouverneur de la Banque du Canada
à la conférence annuelle
de la *Financial Analysts Federation*
tenue à Montréal (Québec)
le 15 mai 1989

La politique monétaire nationale et l'intégration financière
à l'échelle mondiale

Le sujet dont je vais vous entretenir s'articule autour de questions qui revêtent une importance particulière pour nous à la Banque du Canada compte tenu de notre responsabilité en matière de formulation et d'application de la politique monétaire au pays. C'est pourquoi je me réjouis de l'occasion qui m'est offerte aujourd'hui de discuter de ces questions devant un auditoire à la fois bien informé et curieux de connaître les réponses.

Beaucoup d'entre vous venez de l'étranger. Il vous appartiendra de juger dans quelle mesure mes observations peuvent s'appliquer à votre expérience propre. Quoi qu'il en soit, ce que j'ai à dire déborde, à bien des égards, l'expérience et le cadre canadiens.

J'aimerais tout de même, pour situer nos visiteurs, décrire un peu le contexte dans lequel nous évoluons. Sans être au premier plan, le pays qui vous accueille aujourd'hui a une économie dont la taille est respectable. Je tiens particulièrement à souligner, pour les besoins de mon propos, que l'économie canadienne est très ouverte aux échanges avec l'extérieur et est largement exposée aux influences économiques et financières internationales. Plus du quart de notre production de biens et services fait l'objet d'échanges

internationaux. Nous n'exerçons aucune forme de contrôle des changes, et les flux de capitaux avec l'étranger sont considérables quels que soient les critères utilisés.

Au Canada, en effet, les épargnants et les investisseurs, les emprunteurs et les prêteurs de même que les institutions financières qui les servent sont très actifs sur les marchés financiers mondiaux; c'est un phénomène qui s'inscrit dans notre tradition économique. Ainsi, à la Banque du Canada, nous connaissons depuis longtemps la réalité qui sous-tend les rapports internationaux et les défis que posent ces derniers. De plus, étant donné la proximité du centre financier de premier plan qu'est New York, nous nous sommes faits à cette réalité et à ces défis bien avant qu'ils ne se soient imposés à de nombreuses autres banques centrales par l'expansion du marché de l'eurodollar et par la disparition de certains obstacles à la circulation des capitaux.

Mais que nous ayons pris conscience des rapports internationaux avant d'autres pays ou pas, il ne fait aucun doute que partout dans le monde de puissantes forces économiques et financières se font maintenant vivement sentir. L'ouverture du commerce international, l'élimination des contrôles auxquels les mouvements de capitaux avaient été assujettis, la déréglementation des marchés financiers et le fait que désormais plus de pays ont un poids respectable sur les plans économique et financier ont rendu tous les pays industriels, y compris les plus grands, sensibles au contexte international. Cela dit, aucune politique n'est aussi étroitement liée au contexte financier international que la politique monétaire.

Avant d'aborder le vaste sujet qu'est la politique monétaire nationale dans le cadre d'un monde intégré financièrement, j'aimerais attirer votre attention sur deux questions fondamentales, la première dans une perspective nationale, la seconde dans une perspective internationale. Sur le plan national d'abord, la grande question qui se pose, à mon avis, concerne le lien entre, d'une part, le degré d'ouverture actuel des marchés monétaires et des marchés de capitaux, et, d'autre part, la capacité de la politique monétaire de contribuer à une saine évolution de l'économie nationale. Dans une perspective internationale, la question la plus importante est celle du rôle et des conséquences d'une coopération économique internationale. À l'heure actuelle, les principaux pays industriels participent à un effort de collaboration et de coordination économiques qui est sans précédent tant sur le plan de la régularité et de l'intensité que sur celui de l'éventail des questions soulevées. Cet effort a des incidences sur diverses sortes de politiques, y compris la politique monétaire.

Permettez-moi de commencer par une question : de quelle façon la politique monétaire peut-elle le mieux contribuer à une bonne tenue de l'économie? La réponse me semble évidente. La politique monétaire doit viser avant tout à maintenir le pouvoir d'achat de la monnaie nationale — en d'autres termes, elle doit viser la stabilité des prix au pays. Il est difficile de voir comment un résultat aussi vital pour la bonne tenue d'une économie fondée sur la monnaie peut être atteint s'il n'est pas l'objectif prioritaire de la politique monétaire. D'autres politiques, en particulier les politiques budgétaires, peuvent bien sûr apporter une contribution utile, et même essentielle dans certaines circonstances, à la réalisation de la stabilité monétaire. Cependant, on ne peut de toute évidence

s'attendre à ce que ces autres politiques accomplissent le gros du travail.

Cela étant dit, il importe de savoir comment on peut réaliser la stabilité monétaire dans un contexte d'ouverture économique et financière. À ce propos, il ne fait aucun doute que le taux de change et le rôle que peut jouer celui-ci constituent des facteurs clés. Pour illustrer le rôle du taux de change, je l'aborderai dans deux contextes quelque peu différents, celui de la politique monétaire au Canada et celui de la politique monétaire dans la Communauté économique européenne, dont je traiterai plus brièvement.

Nous avons au Canada un système de taux de change flottants. Historiquement, ce penchant pour les taux de change flottants tient surtout au fait que notre économie et plus particulièrement nos exportations sont largement tributaires de l'exploitation des ressources naturelles. Étant donné la nature très cyclique des marchés pour ces produits, les termes de l'échange du Canada — les prix que nous obtenons pour nos exportations par rapport aux prix que nous payons pour nos importations — ont subi périodiquement de grandes fluctuations.

Dans de telles circonstances, il est certainement indiqué d'étudier des moyens de faciliter l'ajustement du cours réel de la devise, c'est-à-dire du cours corrigé des effets de l'inflation. Car une variation du taux de change réel peut aider l'économie d'un pays à absorber — avec le moins de perturbation possible — un choc économique provoqué par une modification des termes de l'échange. Par exemple, une variation du taux de change réel peut contribuer à répartir sur toute l'économie les effets que de grandes

fluctuations des termes de l'échange ont inévitablement sur le revenu réel.

Dans cette optique, la difficulté à laquelle font face les responsables de la politique monétaire est de savoir dans quelle mesure les variations du taux de change nominal peuvent effectivement faciliter l'ajustement du taux de change réel. De fait, c'est là une difficulté avec laquelle la Banque du Canada a été aux prises durant la première partie de la présente décennie, lorsque les termes de l'échange du Canada se sont fortement détériorés. Compte tenu des effets en retour que les mouvements du taux de change peuvent avoir sur l'inflation intérieure, une variation du taux de change nominal dans un contexte marqué par de fortes inquiétudes vis-à-vis de l'inflation risque de s'avérer préjudiciable, en ce sens qu'elle pourrait engendrer une montée de l'inflation intérieure plutôt qu'un ajustement du taux de change réel.

Un aspect de la politique monétaire plus fondamental que celui que je viens de mentionner est l'incidence que cette dernière a sur le rythme de la dépense globale dans l'économie. À cet égard, il importe de souligner que le taux de change, à l'instar des taux d'intérêt à court terme, doit être considéré comme une courroie de transmission de la politique monétaire. En d'autres termes, la politique monétaire, qu'elle soit restrictive ou expansionniste, se transmet sur de courtes périodes tant par l'entremise du marché des changes que par celle du marché monétaire.

Cela ne veut absolument pas dire que la transmission se fera sans accroc. De fait, l'expérience nous enseigne qu'il est extrêmement difficile de prédire dans

quelle proportion un ajustement de politique se répercutera sur un marché plutôt que sur un autre. Ce qui se produit à un moment donné dépend beaucoup des attentes sur les marchés financiers. Néanmoins, étant donné que nous, les dirigeants de banques centrales, devons toujours suivre de très près ce qui se passe sur les marchés financiers du court terme, nous parvenons à bien évaluer la dynamique de ces attentes. Cela nous aide ensuite à jauger ce qui est susceptible de se produire lorsque, comme c'est souvent le cas, le marché monétaire et le marché des changes réagissent tous les deux, mais pas nécessairement au même rythme, aux mesures prises.

Je crois utile d'apporter une nuance supplémentaire en ceci que la politique monétaire n'est pas nécessairement l'unique ni même le principal déterminant des variations du taux de change à un moment donné. Il est évident que la politique budgétaire peut aussi, à l'instar d'autres facteurs, influencer le cours de la monnaie. Parmi ces autres facteurs, j'aimerais en citer deux qui ont joué un rôle important dans le cas du Canada ces derniers temps. Le premier a été l'amélioration appréciable qu'ont connue les termes de l'échange de notre pays au cours des deux dernières années par suite de la forte montée du prix des produits de base exportés. Le second consiste dans la perception selon laquelle le Canada retirera des avantages substantiels de l'accord de libre-échange avec les États-Unis.

Toutefois, le point à retenir au sujet du court terme, c'est que la politique monétaire n'a pas pour objectif clé un ajustement précis ni un niveau donné du taux de change, et cela en dépit du fait que les ajustements du taux de change sont pour elle une courroie de transmission importante, malgré les anicroches. Même sur courte période, nous devons toujours garder à l'esprit que la politique

monétaire vise avant tout à accroître la confiance dans la valeur de notre monnaie et à assurer la stabilité des prix intérieurs en favorisant un accroissement modéré de la masse monétaire et de la dépense globale.

À plus long terme, il est probable que l'évolution du cours d'une monnaie dépend surtout de la tenue d'un pays au chapitre de l'inflation par rapport à celle de ses principaux partenaires commerciaux ou, en termes absolus, de sa capacité d'assurer de l'intérieur la stabilité monétaire. À cet égard, je rappellerai un épisode qui ne nous avantage pas, celui de la période de forte dépréciation du dollar canadien par rapport au dollar É.-U. dans les années 70. Force nous est de reconnaître que cette dépréciation tenait essentiellement, non pas à des mouvements défavorables des termes de l'échange, mais bien à notre taux d'inflation, qui était systématiquement plus élevé que celui des États-Unis. Naturellement, la dépréciation de notre monnaie n'a pas aidé, mais elle n'était pas non plus à l'origine du problème. La véritable cause était l'incapacité du Canada d'exercer un meilleur contrôle sur ses coûts et ses prix intérieurs.

À mon avis, il y a deux conclusions majeures à tirer de l'expérience canadienne. Premièrement, le taux de change peut varier, et il varie effectivement, en réponse aux chocs réels sur notre économie. Deuxièmement, la Banque du Canada doit veiller à ce que les ajustements de cette nature se produisent dans le contexte d'une politique monétaire résolument anti-inflationniste.

J'aborderai maintenant la question des rapports entre la politique monétaire et le taux de change en l'envisageant par ce qui me semble être l'autre bout de la lorgnette. De ce point de vue, le taux de change peut être

perçu comme le lien entre les politiques monétaires de différents pays. Ainsi, un pays voulant stabiliser ses prix, parce que cela est très important en soi ou pour toute autre raison, peut chercher à lier son taux de change à celui d'un partenaire qui a nettement mieux réussi à contrôler son inflation — parce que sa politique monétaire est mieux ancrée. Dans ce cas, la politique monétaire a davantage pour rôle d'aider le pays en question à maintenir le taux de change souhaité comme un moyen essentiel de préserver la stabilité des prix. Ce dernier exemple s'applique bien sûr à l'évolution du Système monétaire européen (SME).

Il ne fait maintenant aucun doute que le SME s'est développé dans un contexte où l'Allemagne établit la norme en matière de tenue de la monnaie et où les autres pays s'y conforment en vertu de la fixité relative, et apparemment grandissante, des taux de change au sein du système. En retour, ce mécanisme aide à contrer toute tendance à l'inflation dans les autres pays membres. Par ailleurs, j'aimerais aussi signaler que, le SME n'étant qu'un aspect de l'intégration plus générale des économies et institutions nationales en Europe, les cibles visées en matière de taux de change ont tendance à jouir d'une plus grande crédibilité dans le cadre de ce système que dans d'autres. Ainsi, l'expérience monétaire européenne ne peut être un bon indicateur de l'efficacité potentielle de l'adoption de cibles pour le taux de change dans un cadre plus général.

Permettez-moi d'aborder maintenant la question plus large du processus de coopération économique internationale, plus particulièrement de l'importance relative qu'il accorde aux taux de change et de ses rapports avec les politiques monétaires nationales. En fait, à d'importants égards, ce processus de coopération procède d'une conception des taux de

change qui se situe quelque part entre les deux cas que je viens de décrire.

Dans la foulée de l'écroulement, au début des années 70, du système de taux de change fixes de Bretton Woods et de l'expérience peu satisfaisante du système de taux de change flottants utilisé depuis, l'effort de coopération économique entrepris par les pays du Groupe des sept pourrait être perçu comme le nouveau cadre de formulation des politiques économiques à l'échelle internationale. L'accent est mis sur la coopération internationale parce qu'on reconnaît que les politiques économiques des grands pays se répercutent non seulement dans les petits pays, mais aussi dans les autres grands pays. On reconnaît également que si ces répercussions ne sont pas prises en compte et que les politiques ne sont pas modifiées de façon appropriée, il pourrait en résulter des conflits et des préjudices économiques majeurs. L'un des risques très manifestes est que de fortes fluctuations des taux de change portent les pays à chercher refuge dans le protectionnisme.

Cet effort de coopération, de même que ses fondements et les résultats qu'il a produits jusqu'à maintenant ont fait l'objet de nombreuses discussions. De plus, son cadre continue d'évoluer. Mon propos toutefois n'est pas de couvrir tous les aspects de la question, mais de mettre en relief certains éléments qui s'appliquent à la politique monétaire.

Comme d'importants déséquilibres des paiements et une grande volatilité des taux de change ont marqué la conjoncture économique mondiale ces dernières années, il est compréhensible que l'on se soit beaucoup préoccupé de la meilleure façon de gérer les variations des taux de change.

Ce faisant, on a visé deux grands objectifs. Le premier a été de faciliter l'ajustement nécessaire de la balance des paiements courants des plus grands pays, en tenant compte du rôle joué à cet égard par les taux de change et par un meilleur équilibre entre les politiques intérieures de ces pays. Le second objectif a consisté à prévenir dans l'intervalle les fluctuations excessives des taux de change qui pourraient compromettre la croissance économique mondiale et l'ouverture du commerce international.

Je tiens maintenant à insister sur le fait que les politiques monétaires nationales ont souvent été fortement influencées par les craintes d'une trop grande fluctuation des taux de change. Chose certaine, à cause de la souplesse même de la politique monétaire et de ses répercussions incontestables sur le taux de change, c'est tout naturellement à elle que semble revenir le rôle de surveiller l'évolution de ce dernier. Néanmoins, une question qui est toujours pertinente, et qui même le devient de plus en plus selon moi, est de savoir comment pourra être préservée la stabilité fondamentale des prix si les politiques monétaires visent plutôt à assurer la stabilité des taux de change.

On peut penser que les interventions sur le marché des changes confèrent une plus grande latitude à cet égard. En principe, elles devraient permettre de modérer les mouvements des taux de change que l'on juge excessifs. Ainsi, elles pourraient être de nature à alléger l'une des tâches dévolues à la politique monétaire et qui consiste à modérer les mouvements des taux de change. Nous savons maintenant que les interventions, en particulier lorsqu'elles procèdent d'une concertation entre pays, donnent une bonne indication des attentes des autorités quant aux valeurs relatives de leurs devises respectives. Elles se sont

avérées un moyen pratique d'ébranler les pressions spéculatives. Cependant, je tiens à faire une mise en garde, à savoir que les interventions sur les marchés sont manifestement loin de pouvoir suffire seules à la tâche. La plupart du temps, si les autorités veulent influencer les marchés des changes, elles doivent soutenir leurs interventions par des mesures de politique monétaire. C'est pourquoi les interventions ne peuvent répondre de façon vraiment adéquate aux préoccupations liées aux chances que se réalise la stabilité des prix si la stabilité du taux de change devient un objectif principal de la politique monétaire.

J'aimerais illustrer ce point à l'aide de deux exemples. Plusieurs observateurs ont signalé les conséquences fortement inflationnistes qui auraient pu se produire, au début des années 80, si les autorités monétaires américaines avaient opté pour une politique plus expansionniste afin de limiter l'appréciation du dollar É.-U. Un tel assouplissement de la politique monétaire aurait été pratiqué dans le contexte d'une poussée à la hausse du cours du dollar américain, elle-même provoquée par la forte dose de stimulants budgétaires qu'avaient administrée les autorités américaines. Peut-être qu'il n'est pas si curieux après tout de se demander si, dans le cadre actuel, l'adoption d'une telle politique aurait pu être réclamée en invoquant l'argument qu'il est dans l'intérêt général que soit maintenue la stabilité des taux de change.

Prenons maintenant un exemple plus récent, qui touche directement le Canada. Ces deux dernières années, l'économie canadienne a enregistré de très fortes pressions internes et externes de la demande et une progression des revenus réels; cette dernière était attribuable à

l'amélioration substantielle des termes de l'échange du Canada dont j'ai parlé plus tôt. Dans cette conjoncture, le dollar canadien s'est apprécié de façon substantielle. Si la politique monétaire avait visé principalement à empêcher le dollar canadien de dépasser un niveau préétabli — en particulier en termes réels — , cela aurait pu avoir des conséquences inflationnistes désastreuses. Dans pareilles circonstances, il n'est pas du tout difficile de déclencher une spirale inflationniste, où le cours de la devise s'affaiblit systématiquement et où les taux d'intérêt sont chroniquement élevés. Il va de soi que cela ne favorise aucunement une bonne tenue de l'économie.

L'une des leçons qui se dégagent du premier des deux exemples que je viens de citer est que l'attention accrue accordée aux politiques budgétaires nationales ainsi qu'à leurs répercussions internationales est justifiée. Par ailleurs, lorsqu'on considère le système international des finances et des taux de change en tant que tel, c'est-à-dire comme un système comportant des règles et des obligations, il est bon d'envisager les rapports entre les politiques budgétaires et le système financier international dans une optique différente. Traditionnellement, l'accent a été mis sur l'incidence qu'exercent les politiques budgétaires nationales, qu'on suppose autonomes, sur les flux de capitaux et les taux de change. Désormais, on accorde une attention accrue à la question de savoir si le système financier international peut lui-même orienter utilement la conduite des politiques budgétaires nationales dans le sens d'une atténuation des déséquilibres des paiements et des fluctuations des taux de change et de savoir comment il peut y parvenir. Les progrès en ce sens sont toutefois lents. Ces questions ont fait l'objet de nombreuses études, mais les conclusions qui s'en dégagent ne portent pas à croire jusqu'à

maintenant que la discipline nécessaire à l'échelle internationale en matière de politiques budgétaires sera aisément acquise.

Le deuxième exemple, tiré de l'expérience canadienne, souligne le fait qu'il y a, dans les variations du taux de change, non seulement une composante "nominale" — l'inflation relative — mais aussi une composante "réelle" avec laquelle il faut compter.

Il va sans dire qu'il faut poursuivre avec ardeur notre recherche d'un véritable point d'ancrage, sur le plan international, pour les valeurs monétaires et la stabilité monétaire. Nous savons par expérience que la stabilité des prix à l'échelle nationale ne peut être réalisée si les politiques monétaires nationales ne la recherchent pas, et l'on ne voit pas encore clairement quel arrangement international de stabilisation est susceptible de remplacer les politiques monétaires nationales.

J'ai traité aujourd'hui d'un assez grand nombre de problèmes. C'est bien naturel après tout, puisqu'il s'agit du discours inaugural d'un congrès axé sur les défis des années 90. J'ajouterai cependant que les problèmes sont faits pour être affrontés, redéfinis, transformés et surmontés. Paraphrasant au surplus un vieil adage, je dirai qu'un problème partagé est à demi résolu. C'est peut-être en cela que réside l'essentiel de la coopération et de la coordination économiques internationales.