



BANQUE DU CANADA

---

ROBINSON, S.  
SECT  
8  
WEST

**Allocution prononcée par  
John W. Crow  
gouverneur de la Banque du Canada**

à la  

---

Chambre de commerce de la Rive-Sud  
Brossard (Québec)  
le 4 avril 1990

**Ne pas publier avant le 4 avril 1990  
à 19 h 30, heure avancée de l'Est**

---

Allocution prononcée à la  
Chambre de commerce de la Rive-Sud  
Brossard (Québec)  
le 4 avril 1990

---

Je suis souvent venu dans la région montréalaise, mais c'est la première fois que j'ai l'occasion de m'adresser à un auditoire de la Rive-Sud. Comme vous le savez, il s'est passé beaucoup de choses ces derniers temps sur la scène économique et financière. Je profite donc de l'occasion qui m'est offerte aujourd'hui pour revoir avec vous certains de ces événements dans l'optique de la politique monétaire.

Mais auparavant, j'aimerais exposer clairement le rôle de la politique monétaire. Je vais donc, si vous le voulez bien, commencer par là. La Banque du Canada doit, bien entendu, mener une politique monétaire qui favorise du mieux qu'elle peut le fonctionnement harmonieux de l'économie canadienne. Tout le monde s'entend là-dessus. La question qui se pose, et qui nous concerne tous, est de savoir comment la politique monétaire peut le mieux contribuer à la réalisation de cet objectif.

La contribution unique que la politique monétaire peut apporter à la bonne tenue de l'économie est de procurer aux Canadiens une monnaie qui leur inspire confiance. Il s'agit là d'un point extrêmement important, sur lequel on n'insistera jamais assez. Que se passerait-il en effet si nous devions utiliser une monnaie qui n'inspire pas confiance et dont personne ne veut? Chose certaine, ce n'est pas ce qui aiderait notre économie à bien se porter.

Dans la pratique, qu'est-ce que cela signifie pour nous, les responsables de la politique monétaire? Que nous devons d'abord et avant tout chercher à limiter le rythme de

l'expansion monétaire de façon que la monnaie conserve sa valeur au fil des années. En d'autres termes, nous devons faire en sorte que le rythme d'expansion monétaire soit compatible avec la stabilité des prix intérieurs.

Ce n'est toutefois pas la situation que nous avons vécue ces dernières années. Bien sûr, l'inflation de plus de 10 % qui sévissait au début des années 80 n'est plus qu'un mauvais souvenir. Nous avons à cet égard accompli des progrès remarquables, et l'économie canadienne dans son ensemble a connu depuis de bonnes années. Cependant, nos progrès vers la stabilité des prix se sont mis à marquer le pas dans la seconde moitié des années 80 et, ce qui est encore plus grave, l'inflation a recommencé à s'intensifier.

L'intensification des pressions inflationnistes enregistrée ces dernières années était due essentiellement à la forte accélération de la dépense nominale au sein de notre économie. La demande provenait de nombreux secteurs, notamment l'exportation, les investissements des entreprises et la construction de logements. La dépense au Canada s'est alors accrue beaucoup plus rapidement que la capacité de l'économie de fournir le surcroît de biens demandés, et son rythme de croissance dépassait même nettement celui enregistré aux États-Unis.

Au Québec, la dépense totale en termes nominaux a augmenté de plus de 20 % durant la seule période de 1987 et 1988. En fait, on a observé sensiblement le même taux à la grandeur du pays, et c'est dans ce contexte que la Banque du Canada a favorisé un resserrement progressif des conditions monétaires. Il semble toutefois, avec le recul, que ce resserrement n'a pas été suffisant.

Avant de continuer, je voudrais aborder ici un sujet qui semble assez en vogue au Canada, à savoir la possibilité que soit mise en oeuvre, chez nous, une politique monétaire qui varierait selon les régions ou les provinces. Comme nous avons au Canada un marché financier efficient, où il n'y a aucune entrave à la circulation des capitaux d'une région à l'autre, une politique monétaire formulée en fonction des particularités régionales ou provinciales n'a pas sa place. Les décisions de politique monétaire sont nécessairement prises dans l'intérêt général de la nation. En d'autres termes, ces décisions reposent sur des renseignements qui reflètent la situation économique de l'ensemble du pays plutôt que sur des considérations qui s'appliquent exclusivement à une partie donnée. C'est comme ça que les choses se passent dans tous les autres grands pays industriels. Ils disposent tous de systèmes financiers efficients, et c'est en partie à cela qu'ils doivent leur niveau de développement.

Je ferme cette parenthèse pour reprendre le fil de mon exposé. On se rappellera qu'aux alentours du printemps de 1989, l'accroissement de la dépense au Canada a commencé à se ralentir quelque peu. Cependant, en dépit de cet heureux ralentissement, les fortes hausses enregistrées par la demande pendant plusieurs années d'affilée ont fait naître des pressions très vives au sein de l'économie canadienne. Ces pressions se sont maintenues durant les derniers mois de 1989. De nouvelles tensions sont notamment apparues sur les marchés canadiens du travail, et la progression des salaires s'est accélérée durant toute l'année. En outre, certains indicateurs que la Banque surveille d'assez près dans le cadre de ses attributions révèlent que l'expansion de la monnaie et celle de l'ensemble du crédit au Canada ont toutes deux dépassé les 10 %. Il s'agit là de chiffres très élevés pour une économie dont la capacité de production ne s'accroît guère de plus de 3 %.

Il n'est donc pas étonnant que le taux annuel d'inflation ait franchi la barre des 5 % en juin dernier pour la première fois depuis 1984 et qu'il s'y maintienne depuis. Par contre, ce qui est frappant, c'est que l'inflation se soit généralisée davantage. Non seulement les hausses de prix se sont-elles accélérées dans toutes les régions du pays l'an dernier, mais cette accélération a été plus forte dans les régions où les pressions inflationnistes avaient été jusque-là les plus faibles.

Il est important de remarquer que l'inflation s'est accélérée au moment où une appréciation relativement constante du dollar canadien faisait baisser le coût des produits importés. Sans cette appréciation, les prix payés par les Canadiens se seraient accrus encore plus rapidement. Il ressort de tout cela que les facteurs internes qui ont poussé les coûts et les prix à la hausse au Canada étaient vraiment très puissants.

Les mesures prises par la Banque du Canada sur les marchés financiers ont évidemment visé à contrer et à renverser les pressions inflationnistes. La Banque aurait manqué à ses responsabilités si elle n'avait pas agi ainsi. Mais, ce qui est encore plus grave, c'est que cela aurait compromis la contribution fondamentale que la politique monétaire peut apporter à la bonne tenue de l'économie canadienne.

Comme je l'ai déjà mentionné, nous devons, à la Banque, nous efforcer de réaliser un rythme modéré d'expansion monétaire. Par conséquent, lorsqu'il y a de fortes pressions du côté de la demande et de l'inflation, notre action se traduit par des pressions à la hausse sur les conditions monétaires. On comprendra donc que les taux d'intérêt à court terme aient augmenté de 1 1/4 point de pourcentage au début de 1989 et soient restés relativement stables pendant le reste de l'année. Par

ailleurs, même si la politique monétaire est loin d'être le seul facteur influant sur le cours du dollar canadien, elle a de toute évidence joué un rôle dans la nouvelle appréciation que notre monnaie a enregistrée en 1989.

Je tiens à souligner ici qu'une politique de stabilité monétaire n'est pas, pour reprendre une expression dont on s'est abondamment servi ces derniers temps, "une politique de taux d'intérêt élevés". Pour parvenir à des taux d'intérêt bas, il faut suivre, comme nous le faisons actuellement, une politique de taux d'inflation bas.

Ce sont les politiques qui composent avec l'inflation et la favorisent qui provoquent des pressions soutenues à la hausse sur les taux d'intérêt. Nous pourrions, si les gens n'y prêtaient pas attention, faire baisser temporairement les taux d'intérêt à court terme simplement en faisant marcher davantage la planche à billets. Mais ce serait une politique à courte vue si l'on songe aux résultats que celle-ci aurait à plus long terme sur l'inflation et les taux d'intérêt.

Il s'agit d'une politique à courte vue parce qu'une inflation soutenue influence inévitablement le comportement des prêteurs et des emprunteurs. Les prêteurs, c'est-à-dire les épargnants, recherchent des taux d'intérêt plus élevés en guise de compensation pour la diminution attendue de la valeur réelle des fonds qu'ils avancent. Les emprunteurs, parce qu'ils entrevoient la même progression des prix, sont disposés à payer des taux d'intérêt plus élevés sans pour autant réduire leur demande de fonds. Il est évident que, dans ces conditions, les taux d'intérêt ont tendance à monter et non à baisser.

Je voudrais maintenant analyser les événements survenus ces derniers mois à la lumière des observations que je viens de faire.

Des signes observés au dernier semestre de 1989 ont pu laisser croire que, tout compte fait, la conjoncture économique avait commencé à changer, que le mouvement d'intensification des pressions sur les coûts et les prix était en train de s'inverser. En effet, un ralentissement du rythme de croissance de la dépense, condition essentielle à la réalisation de progrès durables dans la lutte contre l'inflation, semblait se dessiner graduellement.

Cette évolution économique sur la scène nationale se reflète dans la situation du Québec. Après avoir connu une très forte expansion pendant la majeure partie des années 80, la demande s'est beaucoup ralentie au Québec ces derniers temps, progressant à un rythme plus compatible avec la réalisation d'un climat non inflationniste.

Au commencement de cette année, comme la croissance de la dépense dans l'économie donnait des signes de ralentissement, nous avons jugé que la situation se prêtait à un léger assouplissement des conditions monétaires. Toutefois, même si certains signes avant-coureurs annonçaient que les pressions inflationnistes commençaient à se relâcher, l'information qu'ils véhiculaient ne pouvait être considérée comme définitive. Aussi, tout assouplissement des conditions monétaires au Canada ne pouvait-il être que très limité.

C'est dans ce contexte qu'à la mi-janvier, la Banque du Canada a orienté ses opérations quotidiennes sur les marchés monétaires de façon à favoriser une baisse des taux d'intérêt à court terme d'environ un quart de point de pourcentage. Les

opérateurs des marchés financiers intérieurs ont très vite capté les signaux que nous leur envoyions, mais ils ont eu tendance à faire baisser davantage les taux d'intérêt. La Banque du Canada est intervenue immédiatement sur le marché monétaire canadien pour faire comprendre sans équivoque qu'une plus forte réduction des taux n'était pas justifiée.

Il fallait s'attendre à ce que l'assouplissement des conditions monétaires envisagé par la Banque, si léger fût-il, provoque certaines pressions à la baisse sur le dollar canadien. De fait, il convient de souligner que l'expression "conditions monétaires", que j'ai déjà utilisée, englobe non seulement les taux d'intérêt à court terme, mais aussi le taux de change. En effet, c'est par le truchement des courroies de transmission que sont les taux d'intérêt à court terme et le taux de change que la politique monétaire peut agir sur l'expansion de la monnaie et sur la dépense dans l'économie. Il convient de souligner également que, comme les marchés financiers sont très fortement influencés par les attentes relatives à l'évolution de l'économie, nous savons depuis toujours qu'il est impossible de prévoir exactement avec quelle force ou quelle soudaineté les marchés réagiront aux mesures prises par la Banque.

De fait, le public et les opérateurs des marchés se perdaient en conjectures sur ce que nous réservait l'avenir. Il y avait au Canada une tendance à conclure rapidement que les mesures prises par la Banque entraîneraient une série de baisses marquées des taux d'intérêt à court terme dans les mois à venir. Cela a été un facteur de l'incertitude qui régnait. Un autre facteur a été la généralisation, à l'étranger, du sentiment que les taux d'intérêt allaient monter au lieu de baisser. Après une réaction initiale plutôt modérée, le dollar canadien s'est mis à dégringoler : il est passé d'environ 86,50 cents américains à la mi-janvier à moins de 83 cents à la mi-février.



La Banque du Canada a dû prendre des mesures énergiques pour contrer la chute du dollar, et ce, pour deux grandes raisons.

La première, c'est que la Banque cherche en principe à prévenir l'instabilité sur les marchés financiers. Une réaction exagérée des marchés des changes risque de faire boule de neige et d'accentuer fortement le mouvement amorcé.

La deuxième raison, qui est plus fondamentale que la première, est que la dépréciation du dollar canadien avait donné lieu à un assouplissement important des conditions monétaires. Cet assouplissement était beaucoup plus prononcé que ne le justifiaient les progrès réalisés dans l'atténuation des pressions inflationnistes.

Je ne vous apprendrai rien en vous disant que les taux d'intérêt à court terme se sont réinscrits en hausse au Canada. Ce renversement de la situation est en partie imputable à la façon dont ont réagi les participants au marché monétaire canadien, en particulier ceux qui achètent des bons du Trésor et d'autres types d'avoirs financiers à court terme. Comme on pouvait s'y attendre, étant donné l'incertitude qui entourait l'évolution du taux de change, autrement dit la valeur future des investissements en dollars canadiens, les participants aux marchés monétaires se sont mis en quête de placements assortis de rendements plus élevés en guise de compensation pour le risque de change accru qu'ils entrevoyaient. Ce faisant, ils ont poussé à la hausse les taux d'intérêt à court terme. Mais cette hausse a aussi été favorisée par des interventions directes de la Banque du Canada sur les marchés monétaires. L'action de la Banque s'est soldée par une augmentation des taux d'intérêt à court terme de près de un point de pourcentage par rapport aux niveaux atteints au début de janvier; à la mi-février, les banques

commerciales relevaient leurs taux de base de trois quarts de point de pourcentage.

Depuis, les taux d'intérêt sont relativement stables et le dollar canadien a regagné une bonne partie du terrain perdu. Les taux à court terme étant plus élevés qu'au début de janvier, les conditions monétaires se sont légèrement resserrées depuis. Il semble que ce resserrement ait été tout à fait indiqué, compte tenu de la vigueur persistante de la dépense et de la force des pressions inflationnistes qui se dégagent des données les plus récentes sur l'évolution économique et financière.

Quelle orientation la Banque du Canada entend-elle imprimer à sa politique monétaire au cours des prochains mois? Compte tenu des propos que je viens de tenir, vous ne serez pas étonnés d'apprendre que la Banque continuera, en gros, de favoriser des conditions monétaires suffisamment serrées pour que baisse sensiblement le taux tendanciel d'inflation au Canada.

Comme je l'ai laissé entendre tout à l'heure, il faut une bonne dose de jugement pour déterminer, au fur et à mesure qu'évolue la conjoncture économique, les conditions monétaires qui se prêtent le mieux à la réalisation de cet objectif. La Banque du Canada doit prendre en considération une foule de facteurs qui agissent sur les marchés financiers et sur notre économie.

Les activités de la Banque, à l'instar de la plupart des activités de nature économique, sont influencées par les forces du marché. Nous ne pouvons pas décréter à quel niveau s'établiront les taux d'intérêt, même si certains sont tentés de le croire. Les mesures que nous prenons doivent avoir de la crédibilité aux yeux des épargnants et des investisseurs. Nous acceptons qu'il en soit ainsi et, même, nous nous en réjouissons.

Sans une atténuation correspondante des pressions inflationnistes, les mesures prises pour faire baisser les taux d'intérêt seraient arbitraires. Elles ne feraient qu'alimenter les forces qui poussent les taux d'intérêt à la hausse.

Ce qui se passe sur la scène internationale nous touche également. À ce propos, je tiens tout particulièrement à vous faire remarquer que les taux à court terme sont en hausse dans certains grands pays industriels, en particulier le Japon et l'Allemagne de l'Ouest. Par ailleurs, on observe une montée généralisée des taux d'intérêt à long terme, notamment aux États-Unis. Cette évolution est surtout attribuable aux craintes d'une accélération de l'inflation dans les pays concernés.

La Banque du Canada reste néanmoins capable d'influencer, en définitive, le rythme de l'expansion monétaire au pays. Nous devons continuer de nous servir de cette influence à bon escient, avec pour objectif de favoriser la création d'un climat non inflationniste.

La politique monétaire vise à réaliser un rythme modéré de l'expansion monétaire et de la croissance de la dépense nominale au Canada. Par ailleurs, un effort considérable est déployé à l'heure actuelle en vue de réduire le déficit budgétaire du gouvernement fédéral. C'est un pas dans la bonne voie, mais il faudra persévérer, car les pressions qui s'exercent sur les coûts et les prix dans l'économie canadienne restent fortes. La détente des conditions monétaires passe obligatoirement par une atténuation sensible de ces pressions. C'était d'ailleurs l'un des grands messages du dernier budget fédéral.

Beaucoup de problèmes échappent à l'action directe de la politique monétaire. Mais il y a une chose capitale que

celle-ci peut faire. En effet, en visant à réaliser la stabilité monétaire, la politique monétaire peut contribuer à mettre en place, pour les années à venir, le cadre nécessaire à une expansion économique durable et à des taux d'intérêt bas et stables.