



BANQUE DU CANADA

---

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

devant la  
Chambre de commerce Canada-Royaume-Uni  
à l'occasion du  
déjeuner annuel du Comité des services financiers  
Londres (Angleterre)  
le 12 juin 1990

**Ne pas publier avant le 12 juin 1990  
à 11 h 30, heure d'été britannique  
(6 h 30, heure avancée de l'Est)**

---

Allocution prononcée par  
John W. Crow  
gouverneur de la Banque du Canada  
devant la Chambre de commerce Canada-Royaume-Uni  
à l'occasion du  
déjeuner annuel du Comité des services financiers  
Londres (Angleterre)  
le 12 juin 1990

---

En premier lieu, j'aimerais vous livrer quelques réflexions sur la façon dont nous, à la Banque du Canada, percevons l'évolution de la situation de ce côté-ci de l'Atlantique. Les Canadiens s'intéressent de très près aux changements qui se produisent en Europe. D'ailleurs, compte tenu de nos échanges commerciaux, de nos flux d'investissement et de nos origines, comment pourrait-il en être autrement? Le Canada n'est pas seulement un pays de l'Atlantique, mais il est également baigné par le Pacifique et représente un morceau important du continent américain. Nous sommes ouverts au monde entier, et nous nous félicitons qu'il en soit de même pour l'Europe, même si, pour le moment, les questions intra-européennes doivent énormément préoccuper les Européens, y compris ceux qui ont une vision internationale des choses.

L'évolution de la question monétaire en Europe et, plus spécialement, au sein de la Communauté économique européenne, retient tout particulièrement l'attention de la Banque du Canada.

Les deux aspects de cette question qui nous intéressent le plus sont, en premier lieu, le débat entourant les objectifs de la politique monétaire et la responsabilité des banques centrales à cet égard et, en second lieu, l'évolution de l'opinion en Europe sur la question du taux de change.

En ce qui concerne les objectifs de la politique monétaire et la responsabilité des banques centrales, le débat porte essentiellement sur la façon dont les arrangements

institutionnels peuvent améliorer les conditions qui déterminent la mise en oeuvre d'une bonne politique et surtout, dans le cas qui nous occupe, d'une bonne politique monétaire.

Chacun sait maintenant que le règlement des questions relatives à l'union monétaire en Europe soulève une foule de problèmes épineux. Cela dit, je tiens à souligner qu'il est très utile que les discussions engagées en Europe aient fait ressortir la nécessité que la stabilité monétaire, en d'autres termes la stabilité des prix, soit l'objectif central de la politique monétaire, ainsi que la nécessité que les arrangements institutionnels appuient cet objectif. Il nous apparaît, de l'autre côté de l'Atlantique, que l'importance fondamentale de la stabilité des prix comme objectif de la politique monétaire est en pratique reconnue par tous dans ces discussions. Ce consensus, si effectivement consensus il y a, est un motif de satisfaction, car il représente une victoire de la raison.

Le cadre institutionnel particulier dans lequel fonctionneront les banques centrales est important, car une politique axée sur la stabilité monétaire doit exprimer, en termes pratiques et fonctionnels, la distinction fondamentale qui existe entre le pouvoir de dépenser et le pouvoir de créer de la monnaie. Si cette distinction n'est pas exprimée de façon claire, il est évident qu'on s'expose davantage au risque d'une création monétaire excessive. Mais si elle l'est, il importe de prévoir des arrangements en vertu desquels les banques centrales sont tenues de rendre compte de leurs actions. L'instauration de telles mesures doit bien sûr être le fruit d'une grande réflexion. Et, comme en témoigne la situation en Europe, le choix des éléments qui composent un cadre de responsabilité approprié peut faire l'objet de débats intéressants.

Ma dernière observation sur ce sujet est que l'Europe n'est évidemment pas la seule à se poser des questions de cet ordre. Ainsi, en Nouvelle-Zélande, d'importantes modifications ont été apportées récemment à la législation pertinente. Les nouvelles dispositions légales établissent explicitement que la stabilité des prix est l'objectif central de la politique monétaire et, en fonction de cet objectif, fournissent à la banque de réserve néo-zélandaise un cadre de responsabilité soigneusement et clairement défini. L'obligation de rendre compte qu'a la Banque du Canada, organisme chargé de formuler la politique monétaire, est cristallisée par le pouvoir qu'a le gouvernement de donner des directives à la Banque au sujet de la politique monétaire. De telles directives doivent porter sur des actions précises et limitées dans le temps. Cette tribune n'est pas l'endroit pour discuter des conséquences ou répercussions de l'émission de telles directives, mais je tiens à ajouter que celles-ci doivent être rendues publiques aussitôt qu'elles sont énoncées et être ainsi soumises à l'examen du public.

Abordons maintenant la question du taux de change.

En Europe, la très grande majorité des observateurs avertis insistent maintenant sur les avantages que présente un régime de taux de change fixes. Ce revirement est peut-être lié dans une très grande mesure au fait que beaucoup associent un tel régime à l'union politique sur laquelle repose la vision du marché unique. Mais vous conviendrez que de discuter de l'aspect politique des choses - surtout compte tenu des propos que je viens de tenir au sujet des arrangements institutionnels - n'est pas vraiment du ressort d'un dirigeant de banque centrale. Je me bornerai donc à un seul commentaire à ce sujet, à savoir que l'expression "union monétaire" n'évoque pas seulement l'idée de parités fixes entre tous les pays de l'union. Cette expression va plus loin. Elle évoque aussi l'irrévocabilité, pour peu

qu'une telle chose soit possible, de ces parités fixes. En ce sens, ce qui fait l'intérêt des discussions relatives à la mise sur pied d'une union monétaire en Europe, c'est que celles-ci se sont engagées entre pays qui cherchent à s'unir sur divers plans et non sur le seul plan monétaire.

Il est largement admis que, dans un régime de taux de change fixes, l'ajustement économique réel s'opère d'autant mieux que les économies des partenaires présentent des points communs. À cet égard, la situation européenne ne semble pas présenter de difficultés très graves, la plupart des pays de la Communauté étant dotés de structures économiques assez similaires. Et cela est vrai même si certains se sont inquiétés à juste titre de la tenue relative des économies des régions périphériques. Les textes publiés par la Communauté font état de l'existence de programmes structurels destinés à répondre à ces inquiétudes. Permettez-moi toutefois de dire que la place importante qu'occupe la production de pétrole et de gaz dans les économies du Royaume-Uni et des Pays-Bas est un aspect par lequel les structures économiques de ces pays pourraient éventuellement se distinguer de celles de leurs partenaires au sein de la Communauté. Cela dépendra bien entendu du profil d'évolution des cours du pétrole et du gaz par rapport à ceux d'autres produits, ainsi que de la durée des réserves européennes.

La poursuite de l'objectif des parités fixes fait particulièrement ressortir la nécessité que les politiques des pays partenaires soient orientées dans la voie de la stabilité des prix. En l'absence d'une norme commune en matière de taux tendanciel d'inflation, il sera difficile d'atteindre l'objectif des parités fixes. Quoi qu'il en soit, rien ne justifie, pour la bonne tenue générale de l'économie - parce qu'après tout il s'agit ici d'économies dont le fonctionnement repose sur la

monnaie - la recherche d'une cible monétaire commune autre que la stabilité des prix.

Le Canada, pour sa part, est doté d'un régime de taux de change flottants et a en fait été, parmi les grands pays industrialisés, l'un des plus fidèles adeptes de ce régime. À ce propos, il convient de signaler un aspect de notre structure économique. Contrairement à la plupart des pays européens, le Canada exporte surtout des produits dérivés des ressources naturelles (dont on ne prévoit pas l'épuisement dans un proche avenir) et importe principalement des produits manufacturés. Par conséquent, ses termes de l'échange (c'est-à-dire les prix des exportations par rapport aux prix des importations) tendent à réagir fortement aux fluctuations d'ordre conjoncturel des cours des principaux produits de base sur les marchés mondiaux. Mais ce qui est peut-être encore plus important, c'est que les termes de l'échange du Canada ont tendance à évoluer au cours du cycle économique à contre-courant de ceux de nos principaux partenaires commerciaux.

C'est pour des raisons de cet ordre que les variations de taux de change peuvent favoriser l'ajustement macroéconomique.

Parallèlement toutefois, nous devons veiller à ce que de mauvais enseignements ne soient tirés des avantages que peut offrir un système de taux de change flottants. En particulier, la Banque du Canada n'a pas ménagé ses efforts pour faire comprendre qu'un régime de taux de change flottants ne doit, en aucune façon, servir de prétexte à l'adoption d'une politique monétaire inflationniste.

À cet égard, il convient peut-être de rappeler l'expérience malheureuse tentée par le Royaume-Uni au début des années 70 sous la forme d'une politique économique que l'on



pourrait qualifier de "ruée vers la croissance". L'instauration d'un régime de taux de change flottants avait semblé à cette époque, aux yeux des autorités britanniques, fournir l'occasion de mettre un terme aux politiques successives de stimulation puis de restriction de la demande qui avaient dû être appliquées dans les années 50 et 60, en régime de taux de change fixes, en raison de crises répétées de la balance des paiements. Ainsi, avaient calculé les pouvoirs publics britanniques, si cette dernière devait se détériorer à nouveau, il n'y aurait qu'à laisser la livre se déprécier. Mais ce calcul avait sous-estimé, semble-t-il, la nécessité de maintenir une solide discipline financière sur le plan national. Le résultat a été une inflation galopante, et non la croissance escomptée.

Ce rappel de l'expérience britannique fournit un point de départ à la dernière partie de mon allocution, qui portera sur les défis que doit relever la politique monétaire au Canada. Ces défis ne semblent pas tellement différer de ceux auxquels le Royaume-Uni fait actuellement face.

Comme vous le savez sans doute - en tout cas, la Banque du Canada l'a affirmé à plusieurs reprises - la politique monétaire du Canada vise à réaliser la stabilité de la valeur interne de la monnaie nationale. Les raisons qui justifient cela seraient, dans le fond, similaires à celles qui sont invoquées en Europe, et ailleurs. En termes simples, aucun motif sérieux n'étaye la mise en oeuvre d'une politique monétaire qui provoque des baisses systématiques du pouvoir d'achat de la monnaie nationale.

Aussi l'objectif de la politique monétaire du Canada a-t-il été la création de conditions monétaires compatibles avec un recul de l'inflation et des progrès vers la stabilité des prix.

Quels sont les résultats à cet égard? L'inflation au Canada, qui avait dépassé les 10 % au début des années 80, a été ramenée aux environs de 4 %. Cependant, des pressions inflationnistes sont réapparues au cours des dernières années et l'inflation s'est à nouveau inscrite en hausse, les prix à la consommation s'accroissant ces derniers temps à un rythme annuel de 5 à 5 1/2 %. De tels résultats n'ont rien à voir avec la stabilité des prix quelle qu'en soit la définition. Par ailleurs, les pressions inflationnistes sont causées par des facteurs internes : en effet, l'accélération des prix s'est produite en dépit de l'incidence modératrice d'une forte appréciation du dollar canadien. De fait, les prix à l'importation payés par les Canadiens ont baissé au cours des trois dernières années.

Il ne s'est pas produit de choc négatif de l'offre ayant eu un effet notable. L'aggravation de l'inflation dans nos deux pays est due à une très forte croissance de la dépense totale. Au Canada, l'essor de la demande a surtout été alimenté dans un premier temps par les exportations, principalement celles de matières premières et, dans une certaine mesure, de voitures aux États-Unis. Puis, plus récemment, la construction de logements et les dépenses en installations et équipement sont devenus les moteurs de cette poussée. Un autre élément sous-jacent de la croissance de la demande a été la progression soutenue des dépenses des ménages canadiens, leur revenu s'étant accru assez rapidement.

En réponse à ces pressions de la dépense, la croissance du crédit et de la monnaie s'est vivement accélérée. Les mesures que la Banque du Canada a prises depuis 1987, dans le but d'imprimer à l'expansion de la monnaie et de la dépense un rythme qui soit plus modéré et, partant, plus facile à soutenir, se sont accompagnées d'une forte montée des taux d'intérêt à court terme



- comparable à celle qui s'est produite ici en Grande-Bretagne. Et comme je l'ai déjà mentionné, le dollar canadien s'est apprécié, ce qui a contribué au resserrement des conditions monétaires.

Les mesures de politique monétaire prises au Canada font l'objet de vifs débats sur la place publique. L'attention des Canadiens a surtout été attirée par le fait que les taux d'intérêt pratiqués sur le marché monétaire canadien sont depuis un certain temps bien plus élevés que les taux correspondants pratiqués aux États-Unis. Les taux à court terme ayant commencé à baisser aux États-Unis à partir du printemps de l'année dernière, l'écart entre les taux des instruments du marché monétaire canadien et américain a atteint et même dépassé les cinq points de pourcentage. Par le passé, cet écart a été en moyenne inférieur à deux points de pourcentage.

Bien sûr, il ne s'agit pas là du seul aspect qui nous distingue des États-Unis; et puis, c'est là une différence dérivée et non première. Je dis "dérivée" parce que la demande a été nettement plus vigoureuse et plus inflationniste au Canada qu'aux États-Unis. Les pressions inflationnistes ont été extrêmement tenaces au Canada, et il est essentiel que la politique monétaire canadienne reflète la situation nationale et les défis qui se posent à notre pays.

Considérée dans une perspective plus fondamentale, c'est-à-dire à plus long terme, la politique monétaire n'est pas une politique de taux d'intérêt. Il s'agit plutôt d'une politique de lutte contre l'inflation, de maîtrise de l'inflation. C'est pourquoi nous avons insisté sur le fait que la seule façon sûre de faire baisser les taux d'intérêt - et de faire en sorte qu'ils restent bas - est de réaliser la stabilité des prix et de susciter chez les détenteurs d'effets en dollars

canadiens la confiance que cette stabilité des prix sera maintenue.

Avant de terminer, je tiens à préciser que je suis parfaitement conscient de vous avoir livré aujourd'hui non seulement un rapport - forcément sommaire - sur la politique monétaire, mais aussi, du même coup, un compte rendu des travaux en cours. La politique monétaire au Canada maintient un cap résolument anti-inflationniste, non par goût, mais parce qu'il s'agit là de la contribution essentielle qu'elle peut apporter à la bonne tenue de l'économie canadienne. Et ce dont se félicite la Banque du Canada, lorsqu'elle observe l'évolution de la situation et les discussions qui ont cours en Europe, c'est que la nécessité d'arrimer la politique monétaire à cet objectif fondamental, tant au niveau national qu'international, reçoit un fort appui.