



BANQUE DU CANADA

La politique monétaire : une perspective canadienne

Allocution prononcée par

John W. Crow

gouverneur de la Banque du Canada

à la

Chambre de commerce France-Canada

Paris

le 13 novembre 1990

Ne pas publier avant le 13 novembre 1990

à 13 h, heure de Paris

à 7 h, heure normale de l'Est

Allocution prononcée par
John W. Crow
gouverneur de la Banque du Canada
à la Chambre de commerce France-Canada
Paris
le 13 novembre 1990

LA POLITIQUE MONÉTAIRE : UNE PERSPECTIVE CANADIENNE

Je suis très heureux de m'adresser à cette assemblée aujourd'hui, surtout qu'il s'agit d'une invitation à laquelle la Banque du Canada souhaite répondre depuis longtemps.

Comment tirer le meilleur parti d'une telle occasion si ce n'est en replaçant mes propos sur la scène économique internationale dans une perspective plus vaste que je ne le fais d'habitude. Je vous livrerai aussi, avant de conclure, quelques réflexions sur l'économie canadienne.

Rien n'est plus naturel pour un Canadien que de voir les choses dans une perspective internationale. Nos échanges commerciaux nous mettent en contact direct avec les pays d'outre-Atlantique et d'outre-Pacifique. Nous sommes bordés au sud par la plus vaste économie du monde, les États-Unis, dont nous sommes sans conteste parmi les pays du monde le plus important partenaire commercial, en ce sens que près du cinquième de leur commerce de marchandises se fait avec nous. Plus au sud s'étend le reste du continent américain, avec lequel nous avons aussi des échanges. C'est pourquoi la Banque du Canada ne perd jamais de vue la dynamique des influences économiques et financières internationales lorsqu'elle s'acquitte de sa responsabilité première, qui est d'élaborer et de mettre en oeuvre la politique monétaire.

Et, faut-il le rappeler, la situation actuelle a un caractère nettement «international».

Nous sommes tous touchés par la crise du Golfe et par ses répercussions sur de nombreux marchés, outre bien sûr le marché du pétrole. Les miracles, les transformations et les tensions que vivent les peuples de l'Europe centrale et de l'Europe de l'Est font les grands titres de l'actualité. Les Européens ne sont pas les seuls à être captivés et enthousiasmés par les progrès rapides que la Communauté européenne accomplit. Chaque pays a la responsabilité de veiller, dans le peu de temps qui reste avant la fin de l'année, à ce que les négociations de la ronde Uruguay sur la libéralisation du commerce international soient fructueuses. Compte tenu de l'importance capitale que revêt, pour la prospérité de l'économie mondiale, le libre-échange à l'échelle internationale, ces négociations devraient faire plus les manchettes.

Cela dit, je n'ai pas l'intention de m'attarder à des événements particuliers, mais plutôt à ce que la politique monétaire peut faire pour qu'ils aient une issue positive.

Ma première observation générale sur la manière dont est perçue la politique monétaire est aussi en quelque sorte une critique. Parce qu'elle n'est pas toujours bien comprise, la politique monétaire est souvent vue comme une politique résiduelle capable de régler une foule de problèmes, une politique en somme à laquelle on pourrait recourir dans toutes les situations. Peut-être les responsables de la politique monétaire devraient-ils en être flattés, mais à mon avis, il serait plus sage de leur part de résister à la tentation. Ils ont intérêt à se consacrer au rôle qui convient le mieux à la politique monétaire, celui de créer des conditions propres à

favoriser la confiance dans la monnaie. Permettez-moi d'illustrer ma pensée de quelques exemples.

Au Canada, en raison de différences conjoncturelles qui, j'en conviens, sont parfois assez marquées entre les régions, certains persistent à réclamer que la politique monétaire soit régionalisée. La question de savoir si cela serait souhaitable ou non n'est guère pertinente, car il est impossible de régionaliser la politique monétaire. Un pays doté d'une seule unité monétaire et d'un réseau de marchés financiers bien développé ne saurait d'aucune manière pratiquer des taux d'intérêt différents ni avoir des rythmes d'expansion monétaire qui varieraient systématiquement selon la région ou la province. Il en sera de même ici, lorsque l'Europe sera véritablement unifiée sur le plan monétaire.

On observe sur la scène internationale le même appui en faveur d'une politique monétaire visant plusieurs objectifs. Il se manifeste, par exemple, dans le débat qui continue d'opposer ceux qui pensent que la politique monétaire devrait essentiellement s'attacher à contrôler et à stabiliser la monnaie et ceux qui estiment qu'elle devrait d'abord et avant tout viser à obtenir des niveaux déterminés ou des variations précises du taux de change. Ce débat soulève de nombreuses questions intéressantes, subtiles et importantes, je dirais. Mais il ne faut pas perdre de vue un point essentiel, à savoir que le fait d'axer la politique monétaire sur le taux de change dans l'espoir que le problème de l'inflation se résoudra de lui-même ne constitue pas, sur un plan très général, un bon point de départ, même si le but visé est la stabilité du taux de change.

De fait, nous savons par expérience que c'est en orientant leurs politiques de manière à favoriser un rythme d'expansion monétaire non inflationniste que les autorités

monétaires peuvent le mieux soutenir la stabilité des diverses monnaies sur les marchés des changes. De telles politiques ont la vertu de promouvoir la stabilité des prix intérieurs et, ce faisant, procurent une solide base à la stabilité des taux de change. Il s'agit là de la stabilité à laquelle fait référence l'expression «politique monétaire axée sur la stabilité» qu'on trouve dans le communiqué publié fin septembre à Washington par le Groupe des sept grands pays industriels, dont font partie le Canada et la France. C'est au fond la même idée qu'exprimait Michel Camdessus, directeur général du Fonds monétaire international, dans l'allocution qu'il prononçait aux assemblées annuelles de cet organisme et de la Banque mondiale. Il y soulignait en effet l'importance, pour le système monétaire international, de l'existence d'un "club des pays à faible inflation" parmi les grands pays industriels. Nous aurions tous intérêt à faire partie au moins de ce club-là, et le meilleur moyen d'y parvenir est de mettre en oeuvre une politique monétaire anti-inflationniste.

Ces quelques observations attestent le poids et le bien-fondé de l'opinion qu'il vaut mieux, si l'on veut que la politique monétaire contribue de façon durable à la croissance de l'économie nationale et internationale, l'axer sur le maintien de la valeur de la monnaie.

De solides principes de base justifient la mise en oeuvre de politiques monétaires axées sur la stabilité des prix. Comme, en définitive, nos économies dépendent toutes essentiellement de la monnaie et des échanges monétaires, les politiques monétaires, de même que les autres politiques économiques que nous suivons, devraient s'attacher à instaurer la confiance dans l'avenir. Mais encore plus que les principes de base, c'est l'expérience vécue qui nous incite à accorder notre appui aux politiques monétaires axées sur la stabilité des prix.

En effet, nous avons appris, souvent à nos dépens, qu'une politique monétaire orientée dans une autre voie n'apporte que déception, tant sur le plan social que sur le plan économique.

L'expérience vécue par les pays latino-américains démontre, de façon extrême peut-être, que les politiques inflationnistes mènent à une impasse. De fait, non seulement elles mènent à une impasse, mais encore elles sapent l'économie. L'histoire nous apprend également que l'inflation nous entraîne sur un terrain glissant. Je veux dire par là qu'une économie prise dans une spirale inflationniste éprouve beaucoup de difficulté à s'en sortir. Même si elle y parvient effectivement, il reste aux autorités monétaires du pays à convaincre ceux qui continuent à détenir sa monnaie qu'elles sont déterminées à ne pas recourir de nouveau à des politiques inflationnistes. Et cela prend plus de temps encore. Dans l'intervalle, les craintes d'une nouvelle flambée des prix qui subsistent dans l'esprit des gens vont pousser les taux d'intérêt à des niveaux plus élevés que la situation ne le justifie. Voilà une autre raison pour laquelle il vaut mieux au départ ne pas tomber dans le piège de l'inflation. Soit dit en passant, je suis bien conscient que les politiques budgétaires peuvent souvent jouer un rôle important à ce chapitre.

Plus près de nous, l'expérience vécue par les nations industrielles au cours des années 70 a aussi clairement démontré à quel point la situation économique d'un pays s'aggrave lorsque sa politique monétaire ne s'engage pas rapidement dans la lutte contre l'inflation. Le premier choc pétrolier, qui s'est produit fin 1973, est venu exacerber dans les pays industriels une conjoncture où la demande était déjà inflationniste. Et même à ce moment, les politiques monétaires ont été lentes à réagir et à transmettre un message anti-inflationniste non équivoque. Toutefois, certains pays comme l'Allemagne et le Japon ont tiré

plus vite que d'autres les enseignements qui s'imposaient. Ils ont prouvé que l'application de politiques anti-inflationnistes vigoureuses, avec en fer de lance la politique monétaire, se traduisait par des gains économiques pour les années à venir.

C'est en partie grâce aux enseignements tirés de l'expérience des années 70 que l'expansion économique qui s'est manifestée de par le monde depuis le début des années 80 a été si soutenue. En effet, pendant toute cette période, les politiques monétaires des principaux pays industriels ont été essentiellement axées sur la nécessité de contrer l'inflation afin d'instaurer la confiance dont les agents économiques ont besoin pour planifier et prendre leurs décisions.

La dure leçon des années 70 explique également pourquoi la réaction générale à la récente flambée des prix du pétrole a été bien différente de celle qui a suivi le choc pétrolier de 1973.

En effet, contrairement à ce qu'on pensait alors, on admet généralement maintenant que l'approche la plus sage, car la plus efficace à long terme, est de laisser les augmentations du cours mondial du pétrole se répercuter directement sur les prix intérieurs de ce produit et sur le coût des produits finis. La plupart des pays ne tenteront donc pas d'atténuer, ni d'empêcher, à l'aide de subventions par exemple, la transmission des hausses enregistrées, comme beaucoup l'ont fait dans les années 70. Les interventions de ce genre engendrent la confusion et vont à l'encontre du but recherché; qui plus est, elles sont onéreuses pour le contribuable et entravent la conservation et l'utilisation efficiente des ressources énergétiques en général.

Cependant, les autorités monétaires doivent également se montrer fermement résolues à contrer toute poussée à la hausse

du niveau général d'inflation résultant des perturbations dues au renchérissement du pétrole. Il est impossible d'éviter les à-coups dans le rythme d'évolution des prix intérieurs. Mais de tels mouvements peuvent facilement ouvrir la voie à une spirale inflationniste si, face à l'augmentation des prix à la consommation due à la cherté du pétrole, les exigences des gens en matière de revenu s'intensifient, car à leur tour celles-ci se refléteraient sur le niveau des prix à la consommation, et ainsi de suite. L'augmentation du cours du pétrole se répercuterait ainsi indéfiniment sur les prix et les coûts intérieurs, et son effet inflationniste deviendrait de plus en plus généralisé. Les autorités monétaires ne doivent pas laisser une telle spirale se développer; toute autre approche donnerait lieu à de l'instabilité monétaire, ce dont l'économie pâtirait.

Pour clore mes observations sur la conjoncture internationale, j'aimerais souligner que l'intensité des pressions à la hausse qui pourraient s'exercer sur les taux d'intérêt dans le contexte actuel dépend d'une foule de facteurs. Mises à part les premières poussées attribuables à l'inflation et à l'incertitude causées par le renchérissement du pétrole, on observe de fortes pressions sur l'épargne disponible dues à la vigueur de la dépense intérieure au Japon ainsi qu'aux réformes et à la restructuration économiques en cours en Allemagne et en Europe de l'Est. De fait, des pressions à la hausse s'exercent déjà sur les taux d'intérêt à long terme au Japon et en Allemagne et, bien sûr, ce mouvement s'est répercuté sur les marchés de capitaux un peu partout dans le monde. Mais les forces à l'oeuvre pourraient être contrebalancées par le ralentissement de la dépense intérieure observé en Amérique du Nord et au Royaume-Uni et par les mesures que l'ensemble des pays industrialisés pourraient adopter afin de contenir ou de réduire leurs déficits budgétaires.

Les autorités monétaires n'ont ni le pouvoir d'augmenter l'épargne nationale ni celui de modifier l'offre de pétrole. Ce qu'elles peuvent faire toutefois, à l'aide de la politique monétaire, pour atténuer les pressions à la hausse qui s'exercent sur les taux d'intérêt et pour faire baisser ces taux de façon durable, c'est d'instaurer la confiance dans la valeur future de la monnaie. Pour cela, elles doivent limiter le rythme de croissance de la masse monétaire.

Permettez-moi maintenant de vous entretenir de la conjoncture économique canadienne telle que nous la voyons à la Banque du Canada.

La demande a enregistré au cours des dernières années une expansion remarquablement forte au Canada. De 1987 à 1989, la dépense totale s'est accrue nettement plus vite chez nous qu'aux États-Unis et plus vite aussi que dans l'ensemble des pays du Groupe des sept. Cette poussée de la dépense est attribuable, entre autres, aux cours élevés des produits de base, à la vigueur de la consommation - qui a été soutenue par la croissance rapide de l'emploi - ainsi qu'au dynamisme des investissements (en fait, les investissements fixes n'avaient encore jamais représenté, en termes réels, une part aussi importante de la dépense globale). Mais, comme il fallait s'y attendre, des tensions se sont manifestées dans l'appareil de production, relançant ainsi l'inflation.

La Banque du Canada a systématiquement et assez rapidement opposé une forte résistance à ces pressions. La demande étant vigoureuse, les taux d'intérêt à court terme se sont inscrits en hausse, sauf pendant les quelques mois qui ont suivi le krach boursier de 1987, passant d'environ 7 % au début de 1987 à plus de 13 % au printemps de 1990. En outre, l'écart entre les taux d'intérêt à court terme canadiens et leurs

pendants américains a eu tendance à se creuser à partir du printemps de 1989, à mesure que les taux d'intérêt baissaient aux États-Unis.

Même si la politique monétaire canadienne ne vise pas vraiment un taux de change précis, il reste que cet élargissement de l'écart entre les taux à court terme dans les deux pays a permis au dollar canadien de se raffermir par rapport au dollar américain. Je tiens cependant à souligner que le dollar canadien s'est surtout apprécié entre 1987 et le printemps de 1989, soit avant que l'écart entre les taux d'intérêt ne commence à s'agrandir. Cette appréciation ne peut donc être directement attribuée à la politique monétaire; elle dériverait plutôt de facteurs non monétaires tels que l'extraordinaire montée en flèche de nos exportations de produits de base.

Cette année, les agrégats de la monnaie et du crédit ainsi que la dépense nominale progressent enfin à un rythme moins inflationniste au Canada. Les tensions ont également commencé à se relâcher au sein de l'appareil de production. L'ampleur du relâchement dépendra évidemment en partie de la façon dont les forces inflationnistes d'origine interne réagiront à la nouvelle conjoncture économique. Tout ce que nous savons à cette étape-ci, c'est qu'une réaction, bien que lente et imprécise, est en train de se dessiner.

Il est très important bien sûr que les coûts intérieurs soient sensibles à la nouvelle conjoncture, surtout face aux pressions inflationnistes qu'engendre la hausse du cours du pétrole, et en particulier si nous souhaitons voir les taux d'intérêt baisser de façon durable. Le Canada est un pays riche en ressources énergétiques et il se trouve d'une certaine façon favorisé par la situation actuelle de l'offre et de la demande de pétrole. Mais cet avantage est purement relatif. Le monde

entier subit les effets négatifs du choc pétrolier et, même si les Canadiens sont mieux placés que d'autres, cela ne signifie aucunement qu'ils sont en meilleure posture dans l'absolu. De toute façon, ils doivent, comme tout le monde, payer de plus en plus cher l'énergie qu'ils consomment, et ces hausses de prix doivent être absorbées sans déclencher de spirale inflationniste. C'est évidemment là que réside le défi que doit relever la politique monétaire, au Canada comme ailleurs.

Je dois admettre, avant de conclure, que le survol que je viens de faire de la scène économique a fait ressortir les incertitudes et les complications auxquelles, est-il besoin de le souligner, nous faisons tous face, quel que soit le côté de l'Atlantique (ou du Pacifique) où nous nous trouvons.

Les pouvoirs publics doivent se montrer à la hauteur de la situation. À cause de toutes ces incertitudes, il est encore plus important que la politique monétaire ne s'écarte pas de la voie qui mène à la stabilité des prix. Comme je l'ai dit tout à l'heure, toute autre approche - surtout celle qui consiste à s'accommoder de l'inflation - finit par créer plus de problèmes qu'elle ne pourra jamais en résoudre. Même si la politique monétaire ne peut rien face à bien des problèmes d'ordre économique, elle doit éviter de les aggraver et d'en créer de nouveaux. Tout comme d'autres politiques des pouvoirs publics, la politique monétaire doit viser à asseoir la confiance dans un avenir économique sain.