



BANQUE DU CANADA

La politique monétaire actuelle

Allocution prononcée par

John W. Crow

gouverneur de la Banque du Canada

devant la

Section d'Ottawa-Hull

de l'Institut des

assureurs-vie agréés du Canada

Ottawa (Ontario)

le 13 septembre 1990

**Ne pas publier avant le 13 septembre 1990
à 8 h, heure avancée de l'Est**

Allocution prononcée par
John W. Crow
gouverneur de la Banque du Canada
devant la Section d'Ottawa-Hull
de l'Institut des
assureurs-vie agréés du Canada
Ottawa (Ontario)
le 13 septembre 1990

LA POLITIQUE MONÉTAIRE ACTUELLE

Je suis heureux d'être parmi vous ce matin. Vous qui oeuvrez dans le domaine de l'assurance devez, comme il se doit, considérer les choses dans une perspective à long terme, en veillant toutefois à interpréter et à gérer l'évolution de la situation à court terme sans jamais perdre de vue les principes de base. C'est également de cette façon que devraient procéder les responsables de la politique monétaire s'ils veulent que cette dernière joue pleinement son rôle.

Votre président m'a suggéré de vous entretenir de la politique monétaire actuelle, et je suis ravi de l'occasion qui m'est ainsi offerte de faire le point sur la façon dont nous voyons la situation présente à la Banque du Canada.

Toutefois, pour comprendre la politique monétaire de l'heure, il importe avant tout de faire une distinction entre, d'une part, les principes sur lesquels se fonde la politique monétaire et, d'autre part, la conjoncture économique dans laquelle cette politique est mise en oeuvre. Il arrive trop souvent que les opérations de la Banque du Canada sur les marchés financiers soient interprétées comme des signes d'une modification de l'orientation fondamentale de la politique monétaire, alors qu'en fait elles ne reflètent qu'une adaptation

à l'évolution du cadre économique et financier dans lequel s'inscrit la poursuite d'objectifs monétaires qui eux ne changent pas. Dans mes observations, je m'efforcerai donc de traiter à la fois des principes qui déterminent la politique monétaire et des récents changements qui ont marqué la conjoncture économique.

Le principe sur lequel repose la politique monétaire - à savoir donner aux Canadiens une monnaie en laquelle ils peuvent avoir confiance, une monnaie dont la valeur est stable - est immuable et n'a donc pas un caractère "actuel". Et ce principe est le fondement de la politique monétaire, parce qu'il traduit l'apport essentiel de cette politique à la croissance soutenue de notre économie. Bien sûr, la politique monétaire n'est pas la seule politique des pouvoirs publics qui puisse favoriser une telle croissance, mais la contribution qu'elle peut apporter, c'est la stabilité monétaire, autrement dit, la stabilité des prix.

Au cours des dernières années, les courants qui ont influé sur l'économie canadienne nous ont en fait éloignés de la stabilité des prix. Il était impérieux d'inverser cette tendance. À la Banque du Canada, nous n'avons jamais laissé entendre qu'il fallait réaliser presque immédiatement la stabilité des prix, sans tenir compte des conséquences à court terme de nos actions. Nous voulons plutôt faire baisser le taux d'inflation peu à peu, mais de façon soutenue, de sorte que ne subsiste aucun doute quant à la fermeté avec laquelle la politique monétaire vise à réaliser la stabilité des prix pour le bien-être économique des Canadiens.

Les événements qui, récemment, ont influé sur le cours mondial du pétrole et dont les effets se sont répercutés sur tous les marchés, y compris les marchés des obligations et des changes, constituent un exemple frappant de l'évolution constante

du cadre économique et financier dans lequel la politique monétaire est mise en oeuvre. Mais le jeu incessant des forces de l'offre et de la demande au sein de l'économie canadienne se traduit par des changements plus déterminants encore. Si, dans l'ensemble, l'économie canadienne faisait face depuis un bon moment à des conditions tendues et fortement inflationnistes sur les marchés, on observe maintenant des signes que les pressions inflationnistes, du moins en ce qui a trait à la demande, ont commencé à s'éteindre.

Les changements de cet ordre de la conjoncture économique ne remettent pas en question l'objectif stratégique de stabilité des prix sur lequel repose la politique monétaire, mais ils modifient certainement le climat économique et financier dans lequel est poursuivi cet objectif. À leur tour, ces modifications agissent sur la nature des opérations que peut mener la Banque du Canada sur les marchés financiers pour influencer les taux d'intérêt à court terme.

J'ai tenu à faire cette distinction entre les principes qui sous-tendent la politique monétaire et la conjoncture où cette politique est mise en oeuvre notamment à cause des commentaires qui ont émané du public ces derniers temps. On prétend que nous appliquons une politique de "taux d'intérêt élevés", mais cela provient d'une perception profondément erronée de la situation. Comme la Banque du Canada l'a signalé à maintes reprises, le moyen le plus sûr d'avoir des taux d'intérêt continuellement élevés au pays serait de pratiquer des politiques qui alimentent l'inflation.

Comment se fait-il alors que la politique de la Banque du Canada soit si souvent taxée de politique de "taux d'intérêt élevés"? Il s'agit, il me semble, d'une question de perspective.

Permettez-moi de préciser ma pensée en insistant sur deux raisons particulièrement pertinentes, du point de vue de la politique monétaire, pour lesquelles les taux d'intérêt ont augmenté au Canada ces dernières années. En premier lieu, dans un climat économique marqué par une demande de nature inflationniste, comme c'est clairement le cas au Canada depuis quelque temps, une politique monétaire qui n'a pas pour objet de faire fonctionner la planche à billets à un rythme inflationniste exerce temporairement une pression à la hausse sur les taux d'intérêt à court terme. C'est là un rouage du mécanisme au moyen duquel la résistance que la Banque du Canada oppose à la progression de l'inflation est transmise à l'économie et c'est, semble-t-il, la cible de la plupart des commentaires. Cependant, il y a une autre raison, beaucoup plus profonde, au fait que les taux d'intérêt sont soumis à des pressions à la hausse. Dans la mesure où un taux d'inflation élevé arrive à s'incruster dans l'économie, la confiance dans la valeur de la monnaie commence à s'effriter et les gens exigent une rémunération plus élevée - une sorte de prime pour l'inflation incorporée au taux d'intérêt - de leurs dépôts d'épargne ou de leurs prêts. L'expérience d'autres pays - où, comme on a pu le constater, plus les politiques adoptées ont été inflationnistes, plus les taux d'intérêt sont demeurés élevés - confirme clairement ce point.

La politique monétaire canadienne est formulée de façon à créer les conditions propices à la diminution de la prime d'inflation au fur et à mesure que les attentes et les pressions inflationnistes s'estompent. Nous aimerions voir ce processus se dérouler de façon progressive et s'appliquer non seulement aux taux d'intérêt à court terme, mais également à l'ensemble des autres taux pratiqués sur les marchés. Par ailleurs, une atténuation des pressions inflationnistes dans notre économie entraînera un ralentissement de la demande de monnaie et de crédit, ce qui fournira la marge de manoeuvre nécessaire à

l'adoption de mesures favorisant un assouplissement des conditions sur les marchés financiers.

Maintenant que nous avons examiné les principes fondamentaux de la politique monétaire et les effets de l'évolution économique et financière sur les mesures de politique monétaire, j'aimerais traiter de la situation actuelle et aborder certains des grands défis qui se profilent à l'horizon pour l'économie canadienne.

Les taux d'intérêt à court terme du marché au Canada sont inférieurs d'un peu plus de 1 point de pourcentage aux sommets qu'ils avaient atteints au printemps. Mais j'espère que ce que je viens de dire à propos des taux d'intérêt vous éclaire sur les raisons pour lesquelles on ne peut analyser l'orientation fondamentale de la politique monétaire seulement à partir de l'évolution des taux d'intérêt. L'expérience a démontré qu'il n'existe pas de guide sûr et unique sur lequel appuyer les mesures de politique monétaire, aussi la Banque a-t-elle recours à une vaste gamme d'indicateurs de l'évolution économique et financière au moment de prendre ses décisions. Toutefois, il semble que l'orientation de la politique monétaire sur longue période doive de préférence être interprétée en fonction de son influence sur le rythme d'expansion monétaire. C'est dans cet esprit que nous établissons, publions et analysons très régulièrement diverses mesures de la monnaie et du crédit.

Malgré les recherches considérables que nous avons menées à la Banque du Canada sur les agrégats monétaires et les agrégats du crédit, nous n'avons pu en trouver un seul dont le comportement soit assez fiable pour servir de cible officielle de la politique monétaire. Néanmoins, en favorisant une expansion modérée de la monnaie et du crédit au sein de l'économie plutôt qu'une expansion très rapide, nous sommes raisonnablement assurés

d'être sur la bonne voie, c'est-à-dire sur une voie qui mène à un rythme de progression de la dépense nominale globale propice à un retour à la stabilité des prix. Il s'agit d'un principe de base que les responsables de la politique monétaire doivent prendre en considération et dont la justesse a été une fois de plus corroborée par l'expérience canadienne récente.

Ainsi, pendant trois ans, soit de 1987 à 1989, les agrégats monétaires ont connu une progression exceptionnellement rapide. Au cours de cette période, l'agrégat au sens étroit M1, dont la croissance en proportion de l'ensemble de la monnaie et de la quasi-monnaie diminuait depuis un certain nombre d'années, a enregistré un rythme d'expansion moyen de 6 % par année. Les agrégats au sens plus large, M2 et M2+, qui englobent la monnaie hors banques et les dépôts à vue qui composent M1 ainsi que les dépôts d'épargne des particuliers et les dépôts à préavis autres que ceux des particuliers, et qui affichent une relation assez stable avec la dépense globale, ont enregistré un taux de croissance moyen supérieur à 10 %. L'expansion du crédit a aussi été très rapide. Le crédit aux entreprises s'est accru régulièrement de 10 % par année, et le crédit aux ménages a progressé plus vite encore, soit à un rythme de 16 % par année.

Des chiffres de cet ordre pris ensemble, surtout lorsqu'ils se maintiennent durant une longue période, sont des signes convaincants, d'un point de vue monétaire, d'une accumulation des pressions inflationnistes. Évidemment, ce n'était pas là les seuls indices dont disposait la Banque du Canada pour déduire que la menace inflationniste planait sur l'économie. Mais ils constituaient des signaux importants dont la Banque a grandement tenu compte dans la mise en oeuvre de sa politique monétaire. Nous voulions que la masse monétaire croisse à un rythme moins inflationniste, c'est pourquoi nous

avons resserré progressivement les liquidités que la banque centrale met à la disposition du système financier.

La croissance des agrégats monétaires s'est ralentie depuis le début de 1990, permettant ainsi à la banque centrale de relâcher quelque peu le contrôle qu'elle exerce sur l'offre de liquidités et d'assouplir légèrement les conditions régnant sur les marchés monétaires. Ce ralentissement a-t-il été trop marqué? Au cours des derniers mois, ces agrégats ont même par moments enregistré une baisse. Le crédit progresse aussi plus lentement qu'auparavant. Toutefois, il importe de ne pas sauter à des conclusions hâtives - notamment celle que la politique monétaire fait complètement fausse route - à la lumière de données sur l'évolution des agrégats monétaires au cours d'une période relativement courte.

À cet égard, il convient de garder deux points à l'esprit. Le premier est que le ralentissement récent de la croissance des agrégats doit être analysé en tenant compte de l'accélération vive et très prolongée que ces mesures avaient enregistrée auparavant. Par exemple, en août de cette année, M2 restait supérieur de plus de 20 % au niveau qu'il affichait deux ans plus tôt et d'environ 10 % à celui de l'année dernière. Le deuxième point à considérer est que le ralentissement récent du rythme de progression de M1 et de M2 est plus prononcé que ne peut l'expliquer la tenue de l'économie - en particulier la croissance du revenu national global et le niveau des taux d'intérêt - même si l'on tient compte de la poussée de ces agrégats en août. Les agrégats sont très instables à court terme, aussi est-il important de considérer des moyennes sur des périodes plus longues.

Toutefois, si la faible croissance des agrégats monétaires devait persister, à cause de facteurs apparemment bien

ancrés dans le comportement de l'économie, la nécessité d'une expansion plus soutenue de ces agrégats serait clairement une des considérations majeures qui inciteraient la Banque du Canada à assouplir davantage les conditions monétaires.

Le dollar canadien a beaucoup retenu l'attention dernièrement, aussi aimerais-je maintenant parler de la place qu'occupe le taux de change dans la formulation de nos politiques.

Le taux de change est un prix important dans l'économie canadienne : il influe sur la demande, l'inflation et les incitations à exporter de même que sur la valeur des investissements au Canada. Il est donc très compréhensible que les variations du taux de change fassent les manchettes. Le cours de notre monnaie subit certes des influences nombreuses et variées, mais il est également sensible, bien que de façon imprécise, aux initiatives prises par la Banque du Canada sur les marchés monétaires. De fait, dans la mesure où les variations du taux de change peuvent être attribuables aux taux d'intérêt à court terme, elles constituent un canal par lequel la politique monétaire fera sentir ses effets sur l'économie.

Mais cela ne veut pas dire que la politique monétaire doive viser un taux de change donné, c'est-à-dire un chiffre précis à titre de cible fondamentale de mesures de politique monétaire. Les questions concernant l'utilisation du taux de change comme cible de la politique monétaire sont à la fois compliquées et d'une portée considérable. La Banque a abordé divers aspects de ces questions à plusieurs reprises ces derniers temps; tout ce que j'en dirai aujourd'hui, c'est que la raison fondamentale pour laquelle le taux de change ne sert pas de cible de la politique monétaire est qu'une telle cible n'est compatible avec la stabilité des prix au pays que dans des conditions très

particulières. Toutefois, nous accordons beaucoup d'attention à l'incidence du dollar canadien sur les conditions de la demande globale au Canada, ainsi qu'aux taux d'intérêt et aux autres facteurs qui influent sur la demande, et les mesures que nous prenons tiennent compte de tout cela. Je tiens également à souligner que nous veillons aussi à ce que le marché des changes ne devienne pas lui-même une source d'instabilité financière et économique au pays.

En ce qui concerne l'évolution récente du taux de change, j'aimerais faire deux observations qui illustrent bien la complexité des considérations entourant cette question. En premier lieu, les mouvements qu'a connus le dollar canadien ces derniers temps ont manifestement été provoqués, en partie du moins, par la hausse des cours mondiaux du pétrole. Les variations du taux de change qui sont ainsi attribuables à un choc économique indépendant ne sont pas vraiment du ressort de la politique monétaire. En deuxième lieu, lorsqu'on veut interpréter les variations du taux de change, on ne doit pas perdre de vue le fait que, si le dollar canadien a fluctué par rapport au dollar américain, ce dernier a aussi fluctué par rapport aux monnaies d'outre-mer. Par conséquent, on ne peut avoir une vue d'ensemble de la situation si l'on ne considère que la relation entre le dollar canadien et le dollar américain.

J'aimerais maintenant traiter plus directement de l'évolution économique.

Pendant un certain temps, l'économie canadienne a connu une activité qui dépassait de loin le rythme de production qu'elle pouvait effectivement soutenir. Cela a donné lieu à une intensification des pressions inflationnistes, et l'inflation s'est inscrite en hausse. En raison de la persistance de ces pressions, l'inflation a pris un élan qui ne s'est inversé

qu'après une longue période. Les craintes qu'elle perdure se sont multipliées, de sorte que les entreprises et les particuliers ont cherché à protéger leurs revenus contre l'érosion future de leurs avoirs provoquée par l'inflation.

La politique monétaire a cherché à s'opposer à ces pressions et à les inverser, et les indices d'un changement considérable de la situation économique ont été observés ces derniers mois. La demande a fléchi par rapport aux niveaux insoutenables de l'année dernière. Ce relâchement des pressions de la demande de nature inflationniste a permis un assouplissement des conditions monétaires, lequel transparaît dans la réduction des taux d'intérêt à court terme qui s'est amorcée. Les taux d'intérêt à long terme ont aussi reculé ces derniers mois à la faveur du regain de confiance.

Des progrès sont en voie de réalisation. L'économie parvient enfin, après une longue période, à un équilibre entre la demande et l'offre qui peut fournir une base solide pour une croissance non inflationniste durable. Si les entreprises et les particuliers se mettent maintenant à fonder leurs décisions économiques sur la perspective d'une atténuation de l'inflation, cela facilitera certainement la transition.

Il n'en demeure pas moins que nous rencontrerons quelques difficultés sur notre chemin. Ainsi, la montée récente des prix du pétrole pourrait bien ralentir les progrès de l'économie canadienne dans la voie de la création d'un climat non inflationniste. Bien que l'équilibre d'ensemble des forces inflationnistes et désinflationnistes auquel la politique monétaire se doit d'être attentive soit très loin d'être uniquement fonction de la variation du cours d'un produit de base donné (même s'il s'agit d'un produit de base aussi important que le pétrole), un renchérissement soutenu du pétrole a

inévitablement une forte incidence sur les revenus réels au Canada et chez nos principaux partenaires commerciaux. Par ailleurs, la taxe sur les produits et services doit entrer en vigueur au début de 1991.

Les premiers effets directs de la TPS sur le niveau des prix (qui, selon les estimations, augmentera d'environ 1 1/4 %), en plus de ceux du renchérissement du pétrole, entraîneront dans l'avenir une forte hausse de l'indice des prix à la consommation, mais nous devons analyser ces chocs et veiller à ce qu'ils ne nous empêchent pas de continuer à enregistrer des progrès dans la voie de la réduction du taux tendanciel d'inflation. En particulier, la politique monétaire doit contrer le risque que le bond attendu des prix à la consommation ne déclenche une surenchère inflationniste des revenus et des prix.

Il s'agit là d'une véritable gageure, comme ne le démontre que trop clairement l'expérience des années passées, pendant lesquelles nous avons été aux prises avec une aggravation des pressions inflationnistes. Nous devons nous adapter à des rythmes de la dépense intérieure et de l'expansion de la monnaie et du crédit moins inflationnistes que ceux que nous avons connus ces dernières années.

Comme je le faisais remarquer plus tôt, nos agrégats monétaires ne sont pas assez fiables pour nous servir de cibles intermédiaires officielles, mais ils n'en demeurent pas moins des indicateurs précieux à un moment comme celui-ci. Il faudra par exemple, pour réaliser des progrès constants sur le front de l'inflation, ramener la croissance des agrégats monétaires au sens large M2 et M2+ en deçà des taux de 10 à 15 % observés depuis quelques années. De fait, tout en tenant compte de la forte tendance de ces agrégats à croître rapidement par rapport à l'économie, nous nous attendrions néanmoins à ce que les taux

annuels d'expansion se maintiennent constamment au-dessous de la barre des 10 %, pour s'établir ultérieurement bien en deçà de ce chiffre. La conviction que des progrès seront réalisés sur le front de l'inflation devrait nous permettre d'atteindre cet objectif ainsi que des taux d'intérêt moins élevés qu'ils ne le sont à l'heure actuelle.

En terminant, j'aimerais vous faire, en guise de résumé, quatre dernières remarques.

- * La politique monétaire doit, en raison de sa nature même, être totalement vouée à la lutte contre l'inflation et à la promotion de la stabilité des prix. Il faut du temps pour y parvenir, mais c'est la contribution essentielle - le point d'ancrage - que la politique monétaire peut apporter au soutien de la confiance et de la croissance dans une économie fondée sur la monnaie et les échanges monétaires.

- * Cependant, l'acuité des pressions inflationnistes variera au fil du temps, et ce largement à cause des fluctuations de la demande par rapport aux capacités de l'économie. Les conditions changeantes de la demande, compte tenu de la tendance fondamentale créée par une politique monétaire constamment axée sur la recherche de la stabilité des prix, se traduiront par des fluctuations des taux d'intérêt à court terme. Lorsque les pressions inflationnistes s'intensifient, comme cela a été le cas il y a peu de temps au Canada, les taux d'intérêt à court terme augmentent. En revanche, une atténuation des pressions entraîne dans son sillage une baisse de ces taux.

- * Mais, pour maintenir les taux d'intérêt à un bas niveau, la politique monétaire doit inciter les Canadiens à fonder leurs actions sur la perspective d'une baisse plutôt que d'une hausse de l'inflation. C'est là la seule politique qui puisse donner aux Canadiens l'assurance que la valeur de leurs économies ne se détériorera pas. S'ils sont convaincus que cette valeur ne sera pas minée par l'inflation, les épargnants n'exigeront pas des taux d'intérêt élevés en guise de protection.

- * Enfin, il faut souligner que les avantages durables que procure la confiance à l'égard de la monnaie se répercutent dans l'ensemble de l'économie.