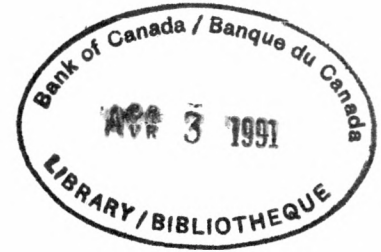




BANQUE DU CANADA

ROBINSON, S.
SECT
8
WEST

FIB-280



Quelques principes de base de la politique monétaire

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

NAME/NOM
FILES

FI ADDRESS/ADRESSE
SEC 7W LIBRARY

FOR YOUR RETENTION:
A CONSERVER:

BANK OF CANADA.
(SPEECHES): GOVERNOR.

*** QUESTIONS-TEL. 782-8000 ***
R= 013342 I= 0025 C= 001 G= DATE: 910405

devant les
représentants des milieux financiers
à l'occasion d'un petit déjeuner organisé
par l'Hôpital pour enfants de la C.-B.
Vancouver (Colombie-Britannique)
le 3 avril 1991

**Ne pas publier avant le 3 avril 1991
à 8 h 30, heure normale du Pacifique
à 11 h 30, heure normale de l'Est**

Allocution prononcée devant les représentants des milieux financiers
à l'occasion d'un petit déjeuner organisé par l'Hôpital pour enfants de la C.-B.
Vancouver (Colombie-Britannique)
le 3 avril 1991

QUELQUES PRINCIPES DE BASE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Je voudrais profiter de l'occasion que j'ai de prendre la parole devant vous ce matin pour revenir sur quelques principes de base de la politique monétaire.

Dans un premier temps, je passerai en revue les thèmes majeurs du rapport annuel qu'a publié la Banque du Canada le mois dernier. Puis, je parlerai des cibles de réduction de l'inflation et de la façon dont celles-ci s'intègrent à la politique monétaire.

Les rapports annuels de la Banque du Canada sont en général beaucoup plus qu'un simple compte rendu de l'évolution de la scène monétaire. Ils donnent à la Banque l'occasion d'expliquer sa politique monétaire, de placer les mesures prises dans une perspective à plus long terme. Ces explications revêtent une grande importance, car pour apprécier à sa juste valeur le travail de la Banque et les résultats obtenus, il faut certainement considérer la situation sur plus d'une année.

J'admets que, dans bien des cas, une année, voire une journée, peut paraître très longue. Parce qu'à la Banque du Canada nous opérons sur les marchés financiers, nous savons pertinemment avec quelle rapidité la situation peut évoluer; des événements déterminants peuvent en effet se produire sur ces marchés en l'espace de quelques minutes ou même de quelques secondes. Néanmoins, si l'on considère la contribution durable que peut fournir la politique monétaire, une année est en fait un laps de temps plutôt court.

Voilà notamment pourquoi nous profitons de toutes les occasions qui nous sont données pour expliquer ce qu'est la politique monétaire et ce qu'elle doit accomplir.

C'est ce que nous avons fait, cette année encore, dans le Rapport annuel pour 1990 qui vient d'être publié.

Dans ce rapport, je signale par exemple qu'il va tellement de soi que la monnaie est le fondement de notre économie qu'il est facile de perdre de vue l'importance de ce fait. Aussi avons-nous souligné encore une fois que le rôle joué par la monnaie au sein de notre économie est absolument essentiel. C'est la monnaie qui met en relation acheteurs et vendeurs, épargnants et investisseurs, prêteurs et emprunteurs sur tous les marchés, partout au pays. Pour que notre économie fonctionne bien, il faut que nous ayons pleine confiance dans la

monnaie que nous utilisons. Et seule une monnaie qui conserve sa valeur peut inspirer cette confiance. Il est donc logique que les autorités monétaires aient pour objectif fondamental de préserver la valeur de la monnaie et qu'elles évitent les actions qui minent cette valeur.

Cette définition du rôle de la politique monétaire n'est pas affaire d'opinion. Le seul levier dont la Banque du Canada dispose pour agir sur l'évolution financière et économique, c'est le contrôle qu'elle exerce sur l'offre de liquidités, c'est-à-dire les moyens de paiement ultimes. C'est ce qui explique que la politique monétaire, de par sa nature, concerne l'offre de monnaie et la gestion de l'expansion monétaire. C'est aussi ce qui explique que la principale contribution que peut apporter la banque centrale est de sauvegarder la valeur de la monnaie nationale. Et c'est justement ce que doit faire la Banque du Canada pour que la monnaie puisse jouer pleinement le rôle capital qui lui est dévolu au sein de l'économie.

En tant que responsables de la mise en oeuvre de la politique monétaire, nous nous rendons bien compte que cette conception du rôle de la politique monétaire se démarque nettement de l'idée que s'en font bien des gens. En effet, beaucoup considèrent que la politique monétaire doit

essentiellement servir à influencer le niveau des taux d'intérêt ou celui du taux de change, voire les deux.

Mais c'est aussi parce que nous sommes responsables de la mise en oeuvre de la politique monétaire que nous ne nous faisons aucune illusion de ce genre. Nous savons très bien que ce n'est pas par les opérations qu'elle effectue au jour le jour sur les marchés monétaires ou sur les marchés des changes - quelle que puisse être la portée de ces opérations dans le court terme - que la Banque du Canada agit de façon durable sur les taux d'intérêt et sur le taux de change, mais plutôt par la capacité qu'elle a de susciter la confiance à l'égard de la monnaie.

Voyons cela d'un peu plus près.

La confiance est l'élément déterminant que la Banque du Canada peut faire intervenir dans les jugements que portent, sur l'évolution des taux d'intérêt et du taux de change, les prêteurs et les emprunteurs. Plus que toute autre chose, la confiance oriente les attentes de ces derniers à l'égard de la valeur future de l'argent prêté ou emprunté et à l'égard de la tenue du dollar canadien par opposition à celle de toute autre devise.

De toute évidence, ce sont des jugements globaux comme ceux-là qui, essentiellement, déterminent le niveau auquel se

situeront les taux d'intérêt et le taux de change. Mais il est tout aussi évident que la Banque du Canada ne peut dicter aux prêteurs et aux emprunteurs quels jugements porter ni à quel moment les porter, pas plus qu'elle n'a de prise sur les considérations de nature autre que monétaire qui pourraient entrer en ligne de compte. Voilà pourquoi ceux qui croient, et ils sont assez nombreux, que le rôle de la Banque consiste essentiellement à fixer le niveau des taux font fausse route; leur perspective se limite aux effets des techniques qu'utilise la Banque pour orienter les cours sur les marchés financiers dans le court terme au lieu de s'attacher à des impératifs de cohérence et de confiance. La Banque du Canada peut et doit amener les agents économiques à fonder leurs jugements sur l'assurance que la politique monétaire ne sera pas inflationniste.

On entend beaucoup parler du taux de change, aussi j'aimerais expliquer un peu plus en détail quelle est sa place dans la conduite de la politique monétaire.

Le taux de change est un élément très important puisque son évolution et le niveau où il se situe ont une forte incidence sur l'économie. La politique monétaire lui accorde donc une grande attention. Mais il faut bien comprendre ce à quoi tient son importance.

À cet égard, je dois préciser que l'assurance que la Banque du Canada s'emploie à donner est que le dollar canadien conservera sa valeur interne. C'est ce qu'on entend par stabilité des prix. De toute évidence, cela ne revient aucunement à maintenir le taux de change à un niveau particulier. Il devrait aussi être clair pour tous que, même si la politique monétaire doit bien sûr protéger le dollar canadien des perturbations financières pouvant l'affecter, c'est en préservant la valeur de notre monnaie à l'intérieur de nos frontières qu'elle peut le mieux contribuer au maintien de sa valeur externe (ce que, soit dit en passant, elle est expressément tenue de faire en vertu de la *Loi sur la Banque du Canada*).

Le dernier point du rapport annuel sur lequel je veux attirer votre attention aujourd'hui est qu'il aurait été plus facile d'éviter le ralentissement enregistré au cours de la dernière année si la dépense n'avait pas progressé à un rythme aussi insoutenable durant la fin des années 80 et si l'inflation et les attentes inflationnistes ne s'étaient pas enracinées si profondément dans notre économie.

On peut certes se demander dans quelle mesure on aurait pu ou dû prévoir l'ampleur de l'essor qu'a enregistré la demande. On peut également se demander comment des politiques fédérales ou provinciales auraient pu idéalement être mises en oeuvre pour

ralentir l'expansion de la demande, ce qui aurait eu pour effet d'en prévenir les conséquences inflationnistes et de rendre l'expansion plus soutenable. Mais ce qui à mon avis peut difficilement être remis en question, c'est la ferme résistance que la politique monétaire était tenue d'opposer à ces pressions de la dépense, étant donné l'évolution de la situation.

J'irai même plus loin. Si la politique monétaire n'avait pas été aussi ferme, la situation actuelle serait bien pire. Une politique d'argent facile face à une expansion insoutenable aurait attisé l'inflation, accentué les distorsions économiques qui l'accompagnent et intensifié le ralentissement qui suit inévitablement une période de croissance de nature inflationniste.

De fait, il conviendrait plus de se demander s'il n'y aurait pas eu lieu de mener une politique monétaire encore plus ferme durant cette période de poussée de la demande intérieure, en restreignant davantage l'offre de liquidités. On pourrait soutenir que si la politique monétaire avait été plus rigoureuse à cette époque, ce qui aurait probablement eu pour corollaire des taux d'intérêt à court terme plus élevés, on aurait aujourd'hui des taux d'intérêt moins élevés, et ce, pour toute la gamme des échéances.

J'aimerais maintenant vous parler des cibles de réduction de l'inflation et de l'objectif de stabilité des prix rendus publics le 26 février dernier.

Les cibles que la Banque du Canada a annoncées, au moment du dépôt du budget fédéral, visent à abaisser le taux de croissance sur douze mois de l'indice des prix à la consommation à 3 % d'ici la fin de 1992, à 2 1/2 % d'ici le milieu de l'année 1994 et à 2 % d'ici la fin de 1995. Par la suite, l'objectif consisterait à réaliser de nouvelles réductions, jusqu'à ce que la stabilité des prix soit atteinte.

De nombreuses recherches ont déjà été effectuées au Canada en vue d'établir ce que signifie, sur le plan pratique, la stabilité du niveau général des prix. Selon ces travaux, il y a stabilité des prix lorsque le taux de croissance de l'indice des prix à la consommation est nettement inférieur à 2 %. Cependant, une définition qui préciserait exactement où, sous les 2 %, se situe la stabilité des prix ne sera pas énoncée pour l'instant, au cas où de nouveaux résultats seraient obtenus au cours des prochaines années. Il reste également à tracer une trajectoire pour la réduction des prix après 1995, mais, tant que nous ne disposerons pas de nouveaux résultats, l'objectif sera de continuer à réaliser des progrès soutenus dans la même voie.

Il vaut la peine de rappeler que les effets de la politique monétaire sur la dépense, et par conséquent sur l'inflation, ne se font pleinement sentir qu'après un laps de temps assez long. Pour cette raison, les responsables de la politique monétaire doivent viser loin. En ce sens, il faudra tracer la trajectoire cible pour les années postérieures à 1995 le plus tôt possible. Je voudrais également ajouter que c'est en raison du temps que met la politique monétaire à agir sur l'inflation que nous n'avons établi aucune cible précise pour la fin de 1991, mais plutôt un jalon intermédiaire, soit un taux d'inflation sous la barre des 4 % (effets de la TPS non compris).

Le fait que la politique monétaire ne peut être réglée avec suffisamment d'exactitude pour obtenir un rythme précis de ralentissement de l'inflation nous a conduits à établir des fourchettes dont les limites s'établissent à un point de pourcentage de part et d'autre des taux cibles. Il y aura sans doute des écarts temporaires par rapport à la trajectoire visée, mais la Banque du Canada n'aurait pas annoncé ces cibles si elle n'avait pas les moyens ni l'intention d'imprimer à l'inflation l'orientation à la baisse esquissée. Nous réagirons aux phénomènes imprévus qui occasionnent des écarts inacceptables dans l'évolution du taux d'inflation et ramèneront clairement ce dernier sur la trajectoire indiquée.

De nombreuses précisions sur les cibles ont été fournies dans le document d'information que la Banque du Canada a publié en février. Je m'attarderai davantage aujourd'hui sur les répercussions que ces cibles auront sur la conduite de la politique monétaire.

Il est clair que les cibles de réduction de l'inflation ne seront utiles que si elles permettent d'accélérer les progrès dans la voie de la stabilité des prix, autrement dit de la stabilité monétaire.

Deux motifs interdépendants incitent la Banque du Canada à croire que l'utilisation des cibles nous rapprochera de ce but.

Premièrement, celles-ci peuvent amener les Canadiens à fonder leurs attentes et leurs décisions de nature économique sur la trajectoire descendante qui a été clairement indiquée, ce qui rendrait la réduction de l'inflation encore plus facilement réalisable.

Deuxièmement, les cibles de réduction de l'inflation fournissent des renseignements sur les objectifs spécifiques que viseront les mesures de politique monétaire de la Banque du Canada. En d'autres termes, la Banque du Canada suivra étroitement l'évolution des taux tendanciels d'accroissement de

la monnaie, du crédit et de la dépense globale par rapport aux cibles et ajustera ses mesures de politique monétaire en conséquence. Elle rendra compte aussi des progrès réalisés, dans son rapport annuel et par d'autres canaux.

L'établissement de cibles ne modifiera pas fondamentalement la façon dont la Banque du Canada a toujours mis en oeuvre sa politique. Ces cibles sont utiles en ce sens qu'elles expriment plus concrètement les étapes à franchir dans la voie de la réduction de l'inflation et de la stabilité des prix. Mais l'objectif essentiel, à savoir veiller à ce que la confiance des Canadiens en la valeur de leur monnaie ne soit pas minée de façon chronique par l'inflation, demeure le même.

J'ajouterai - et c'est un point sur lequel nous avons beaucoup insisté dans notre rapport annuel - que la contribution essentielle que la politique monétaire peut apporter au maintien de faibles taux d'intérêt et au bon fonctionnement de l'économie est de donner aux Canadiens l'assurance que leurs revenus et leurs économies conserveront leur valeur.

Cette confiance, évidemment, il faut la gagner, et une politique monétaire disciplinée, c'est-à-dire une politique monétaire résolument anti-inflationniste, y contribue grandement.

C'est précisément une politique monétaire de ce genre qu'a adoptée la Banque du Canada. La baisse des taux d'intérêt enregistrée au cours de l'année écoulée, aussi bien dans le compartiment du court que du long terme, peut s'expliquer à la lumière de cette approche.

Au début de l'année, des circonstances inhabituelles ont fait grimper le taux d'inflation, qui, par exemple, a avoisiné les 7 % ici en Colombie-Britannique. Cependant, la situation au sein de l'économie canadienne semble maintenant nettement évoluer dans le sens d'un ralentissement de l'inflation. Les marchés ont beaucoup moins tendance aujourd'hui à cautionner des mesures qui poussent les coûts et les prix à la hausse.

Si ce mouvement se traduit effectivement par un recul de l'inflation, nous bénéficierons des conditions idéales et indispensables pour une nouvelle baisse des taux d'intérêt, sur toute la gamme des échéances. On ne pourrait souhaiter de base plus solide et plus durable pour des taux bas.

J'ai commencé cette allocution en citant le dernier Rapport annuel de la Banque du Canada et je conclurai de même. Comme je l'ai mentionné dans ce document, une monnaie saine est un investissement dans le bien-être économique du pays. Les efforts déployés au début des années 80 pour réduire l'inflation,

après l'expérience désastreuse de la décennie antérieure, ont fourni les assises de l'expansion soutenue que notre économie a enregistrée par la suite. Au cours des années 90, nous devons nous appliquer, et de façon encore plus efficace que la fois précédente, à réduire l'inflation de façon à permettre une nouvelle expansion de l'économie. Voilà l'objectif de politique monétaire que la Banque du Canada s'engage à atteindre.