



BANQUE DU CANADA

---

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

devant le

---

*Canadian Club of Toronto* et  
*l'Empire Club of Canada*  
Toronto (Ontario)  
le 2 décembre 1991

**Ne pas publier avant le 2 décembre 1991  
à 13 h, heure normale de l'Est**

---

Allocution prononcée par  
John W. Crow  
gouverneur de la Banque du Canada  
devant le *Canadian Club of Toronto*  
et l'*Empire Club of Canada*  
Toronto (Ontario)  
le 2 décembre 1991

---

Des réunions comme celle-ci, où je peux m'adresser à un large auditoire composé de personnes conscientes de leur rôle dans la société, sont pour moi d'excellentes occasions d'aborder les questions de l'heure en matière de politique monétaire. C'est pourquoi je commencerai mon allocution en faisant le point sur l'orientation actuelle de la politique monétaire et la contribution que cette politique apporte à la bonne tenue de l'économie canadienne. Je m'attarderai ensuite sur un élément de la conjoncture économique qui a énormément retenu l'attention ces derniers mois, à savoir la valeur extérieure du dollar canadien.

Nous vivons à l'ère de l'information, ce qui signifie que nous sommes submergés de nouvelles et de points de vue de toutes sortes. Aussi est-il sans doute difficile d'assimiler les nombreux commentaires formulés concernant la politique monétaire, l'évolution de la conjoncture monétaire et l'économie, questions qui intéressent tout particulièrement la Banque du Canada. Mon objectif sera donc aujourd'hui, comme toujours, de vous donner le point de vue de la Banque du Canada.

Le point principal que je veux faire ressortir est que, si l'on examine la situation sous l'angle de la politique monétaire, l'économie canadienne est en ce moment beaucoup plus en mesure d'afficher de bons résultats qu'elle ne l'a été depuis un certain temps.

Une mise au point s'impose : je n'entends pas par là que tout va pour le mieux dans le meilleur des mondes. Je ne cherche pas à nier qu'il existe clairement des incertitudes, à la fois au Canada et à l'étranger. Des facteurs extérieurs à la politique monétaire canadienne influenceront de toute évidence sur la tenue de notre économie. Ce que je veux dire, c'est que la politique monétaire s'est employée avec un succès grandissant au cours des dernières années à établir une assise monétaire solide et crédible devant favoriser une bonne tenue économique. Et cela, je tiens aussi à le signaler, est important.

Dans quel sens est-ce important, me demanderez-vous?

C'est en assurant la fiabilité de la monnaie que la politique monétaire peut fondamentalement contribuer à la réalisation de progrès économiques au Canada. Il s'agit là d'un principe qui, je crois, est de plus en plus reconnu. Maintenant que nous avons goûté aux méfaits de l'inflation, l'idée que des politiques monétaires qui créent ou tolèrent l'inflation favorisent la bonne tenue de l'économie ne reçoit plus l'appui d'un aussi grand nombre de Canadiens. Les politiques inflationnistes ont en effet déçu, puisqu'elles n'ont nulle part conduit à des hausses ni de l'emploi ni de la production de biens et de services.

Il convient de souligner que la mise en oeuvre d'une politique monétaire visant à favoriser la stabilité des prix implique précisément que la Banque du Canada doit exercer avec beaucoup de circonspection le privilège exclusif qu'elle détient d'imprimer la monnaie. On aura ainsi l'assurance fondamentale que la monnaie conservera sa valeur. La confiance que cela suscite chez les épargnants et les investisseurs stimule à son tour la croissance. C'est pourquoi la Banque du Canada doit veiller à ce que l'accroissement de la masse monétaire au pays, et par extension la progression de la dépense au sein de l'économie, se fasse à un rythme non inflationniste. Même si les moyens d'y parvenir peuvent être assez complexes, on ne devrait jamais pour autant oublier l'objectif fondamental visé.

Quoi qu'il en soit, la Banque du Canada peut dire que l'expansion monétaire suit un profil satisfaisant. En particulier, l'agrégat monétaire M2, qui semble être, tout compte fait, l'agrégat le plus fiable parmi ceux dont nous suivons l'évolution, a progressé cette année à une cadence voisine de 6 % en chiffres annuels. Cette croissance soutient avantageusement la comparaison avec le rythme de progression de plus de 10 % qui a en général caractérisé M2 au cours des trois dernières années.

Le taux de croissance des crédits au secteur privé est aussi inférieur au rythme inflationniste enregistré à la fin des années 80. L'ensemble des prêts octroyés au secteur privé par les banques et les institutions parabancaires a augmenté cette année de 4 % en chiffres annuels, à la faveur de la hausse particulièrement marquée des prêts hypothécaires à l'habitation consécutive à la baisse des taux d'intérêt. Les mises en chantier de logements, qui avaient baissé au début de l'année à moins de 100 000 unités par an, se sont fortement redressées ces derniers temps.

Il est important, surtout dans l'optique du court terme, d'établir une distinction entre les objectifs de la politique monétaire, d'une part, et les conditions monétaires, d'autre part. Ainsi, même si les objectifs de la politique monétaire n'ont pas changé, les conditions monétaires se sont beaucoup assouplies depuis le printemps de 1990. Cela est vrai

que l'on évalue les conditions monétaires en fonction des seuls taux d'intérêt ou de l'effet conjugué des taux d'intérêt et du taux de change.

Si l'on en juge par les indicateurs de l'activité économique, les tendances récessionnistes auraient commencé à s'estomper au printemps dans l'ensemble de l'économie. De fait, au deuxième trimestre de l'année, la production globale s'est redressée de près de 6 % en chiffres annuels. Et même si les chiffres enregistrés ces derniers mois trahissent un certain flottement à court terme, le rythme sous-jacent d'expansion de l'activité économique est néanmoins positif. Un élément qui a retardé l'amorce de l'expansion économique au Canada a été le fait que la reprise aux États-Unis, notre principal marché d'exportation, est en comparaison lente à se manifester. La lenteur de cette reprise, conjuguée au ralentissement de l'activité économique dans les principaux pays d'outre-mer, a aussi contribué à la faiblesse qu'ont connue récemment les prix d'un bon nombre de matières industrielles que le Canada exporte.

Si l'on observe le profil d'évolution de la demande, on constate jusqu'ici, et il ne faut pas s'en étonner, que le principal facteur d'expansion au Canada a été la réaction des secteurs sensibles aux taux d'intérêt, tels que le logement et les ventes d'automobiles, face aux baisses des taux d'intérêt survenues au pays depuis un an et demi. Les taux à court terme pratiqués sur le marché ont baissé de plus de six points de pourcentage, tandis que la diminution des taux d'intérêt à long terme a largement dépassé deux points de pourcentage. Parmi les pays du groupe des Sept, seuls les États-Unis et le Japon affichent à l'heure actuelle des taux d'intérêt à court terme plus bas que le Canada.

En faisant directement allusion au comportement des taux d'intérêt, je sais que je risque d'entretenir l'idée, malheureusement très répandue, qui veut que l'orientation de la politique monétaire soit établie en fonction de l'évolution ponctuelle des taux d'intérêt. Dans cette optique, on pourrait prétendre que (mais je m'en garderais bien), comme c'est la politique monétaire qui a en premier lieu poussé les taux d'intérêt à la hausse, elle ne fait maintenant que les pousser à la baisse. Beaucoup ajouteraient d'ailleurs que les taux n'auraient jamais dû être poussés à la hausse au départ.

Cette notion d'une politique monétaire ayant pour objet d'agir sur les taux d'intérêt peut sembler juste. Mais elle est fondamentalement fautive. La politique monétaire peut certes agir de diverses façons sur les taux du marché, mais, comme je l'ai déjà mentionné, elle s'intéresse surtout au rythme d'expansion de la masse monétaire et à la préservation de la valeur de la monnaie. En outre, penser que les taux d'intérêt sont arbitrairement fixés du fait des mesures prises par la Banque du

Canada, c'est nier la réalité; c'est, aussi incroyable que cela paraisse, ne tenir aucun compte des attentes des épargnants et des emprunteurs. Il est évident que ces derniers réagissent sur les marchés financiers suivant le degré de confiance qu'ils attachent à la valeur de la monnaie, et cette réaction se répercute forcément sur le comportement des taux d'intérêt. Expliquer l'évolution des taux par les seules actions de la Banque du Canada, c'est également nier l'importance considérable d'autres facteurs, dont notamment les politiques budgétaires (c'est-à-dire l'ampleur des emprunts des pouvoirs publics) mises en oeuvre à la fois à l'étranger et au pays, au niveau tant fédéral que provincial.

Je ne m'attarderai pas beaucoup ici sur le rapport entre les mesures adoptées par la Banque du Canada, c'est-à-dire sa politique monétaire, et l'évolution des taux d'intérêt. Le dernier rapport annuel de la Banque du Canada, publié au printemps dernier, traite abondamment de cette question. Cependant, je tiens à signaler qu'il existe une vision plus exacte des choses que celle qui veut que la Banque du Canada fasse monter et descendre les taux d'intérêt à sa guise. Il est en effet plus exact de dire que les taux d'intérêt ont augmenté entre 1987 et 1990 au fur et à mesure que les pressions inflationnistes s'intensifiaient, et qu'une politique monétaire résolument anti-inflationniste a aidé à créer un climat de confiance chez les épargnants et les investisseurs de nature telle que les taux d'intérêt ont pu baisser et même baisser considérablement. Qui plus est, le maintien du cap anti-inflationniste aura pour effet, en renforçant davantage l'opinion de plus en plus justifiée que l'inflation ne compromettra pas l'avenir, de fournir l'assise monétaire essentielle au maintien de taux d'intérêt bas sur une longue période. Cette ligne de conduite a été et est bonne pour l'économie et continuera de l'être.

Je conclurai cet examen de la conjoncture en affirmant que l'inflation est en voie de s'atténuer. Si l'on regarde au-delà de la hausse extraordinaire que les impôts indirects ont enregistrée au cours du premier semestre de l'année, qui explique à elle seule une progression voisine de 2 1/2 % des prix au détail, on peut voir que la croissance des prix à la consommation a considérablement ralenti. Ce ralentissement est probablement plus marqué que ne l'avaient prévu la plupart des observateurs au début de l'année et peut-être plus encore que ne le réalisent pleinement de nombreuses personnes. Les cibles de réduction de l'inflation, dont la première consiste en un taux d'augmentation des prix d'une année à l'autre de 3 % à la fin de 1992, semblent maintenant tout à fait à notre portée. L'amélioration de la situation tient notamment à la nette modération de la hausse des coûts de production au Canada, qui a commencé à se faire sentir au cours des derniers mois. Cette modération des coûts doit se poursuivre, car elle constitue un élément déterminant de la

stabilité générale des prix que nous payons pour les biens et services que nous utilisons.

Vous aurez probablement remarqué que jusqu'ici je n'ai pas abordé la question du taux de change. C'est en partie parce que j'entends y consacrer le reste de mon allocution. Mais il y a à cela une autre raison, plus générale, à savoir que le taux de change est une variable dans l'économie, et non un objectif. La Banque du Canada intervient certes sur les marchés des changes au nom du gouvernement pour atténuer les fluctuations du taux de change, mais la politique monétaire ne vise pas un niveau particulier pour le dollar canadien. Le taux de change ne devrait certainement pas être considéré comme un objectif ultime de la politique économique au même titre qu'une croissance soutenue, je veux dire non inflationniste, de l'emploi et de la production.

Mais j'ajouterai aussi qu'en faisant cette distinction entre ce qui est une variable économique et ce qui constitue un objectif économique, je ne cherche nullement à laisser entendre que le taux de change n'est pas important. Il s'agit d'un prix important dans le système économique, surtout dans une économie aussi ouverte que celle du Canada. Les fluctuations du taux de change ont bien sûr des incidences à court terme sur des grandeurs telles que le niveau de l'inflation et de l'activité économique au Canada. De toute évidence, la Banque du Canada doit s'efforcer de comprendre comment se comporte le dollar canadien si elle veut être en mesure de faire face à toutes les principales forces de la demande à l'oeuvre dans l'économie. Et même si nous n'avons pas de politique visant à faire évoluer le taux de change à notre guise, malgré ce que beaucoup de gens semblent croire, nous tenons certainement compte de l'évolution du cours du dollar canadien, ainsi que de l'incidence de cette évolution, lorsque nous arrêtons les mesures de politique monétaire.

Passons maintenant à des aspects plus précis de la question du taux de change.

Je soulignerai tout d'abord que la façon dont le taux de change est mesuré importe. À cet égard, la meilleure méthode consiste à évaluer le cours du dollar canadien par rapport aux monnaies de tous nos principaux partenaires commerciaux, en le pondérant selon l'importance des échanges avec chacun d'eux. Sur la base de cette mesure globale, l'appréciation du dollar canadien est nettement moindre que lorsque la comparaison ne se fait qu'avec le dollar américain. Par exemple, si la base de calcul est le cours moyen pondéré, ou cours effectif, le dollar canadien a en 1991 dépassé d'environ 5 % la valeur moyenne qu'il a affichée dans les années 80; en revanche, son cours a augmenté de 10 % par rapport au dollar É.-U. pris séparément, ce qui constitue une appréciation beaucoup plus notable. Il reste que

l'attention générale s'est portée sur le rapport entre notre dollar et le dollar É.-U., qui ne donne qu'une image partielle de la réalité, sûrement parce que l'appréciation ici a été plus importante.

Et lorsque le cours du dollar canadien a augmenté dernièrement, les appels à une forme quelconque d'intervention pour le faire baisser se sont multipliés.

En ce qui concerne l'application de la politique monétaire, ces appels équivalent essentiellement à réclamer un assouplissement. Ce qui revient effectivement à demander à la Banque du Canada d'imprimer plus de monnaie. La Banque est donc invitée à accroître la masse monétaire au Canada par rapport à celle des autres pays autant qu'il le faudra pour que baisse la valeur extérieure de notre dollar sur le marché. (En passant, il n'est pas possible de soutenir de façon convaincante que la masse monétaire canadienne croît très lentement soit en valeur absolue, soit par rapport à ce que l'on observe dans l'ensemble des autres grands pays industriels.)

J'en conviens, les arguments avancés ne portent pas tant sur le besoin d'accélérer la croissance de la masse monétaire que sur la nécessité, compte tenu du cours du dollar canadien, de voir s'amenuiser l'écart positif de nos taux d'intérêt par rapport à ceux des États-Unis, par exemple.

J'ai déjà formulé une mise en garde contre la tendance qui consiste à définir la politique monétaire en fonction des taux d'intérêt. J'ajoute ici qu'on fait également fausse route lorsqu'on considère la politique monétaire comme un instrument servant à fixer un niveau précis pour les écarts entre les taux d'intérêt. Et on se trompe spécialement dans ce contexte particulier parce que, dans l'exemple que j'ai donné, rien ne garantit que les taux d'intérêt baisseraient effectivement, ni que les écarts se rétréciraient. De fait, si une baisse de la valeur extérieure de la monnaie venait à être perçue comme le fruit d'une politique monétaire inflationniste, les taux d'intérêt s'inscriraient très probablement à la hausse. C'est l'effet incontournable que l'inflation et les attentes inflationnistes ont sur les taux d'intérêt.

Je tiens à souligner que le taux de change est le résultat net de la conjugaison de nombreux facteurs. Il est clair que les écarts entre les taux d'intérêt ne peuvent tout expliquer, puisqu'au cours des dix-huit derniers mois le dollar canadien s'est apprécié par rapport au dollar É.-U. même si l'écart positif des taux d'intérêt canadiens par rapport aux taux américains s'est fortement rétréci sur toute la gamme des échéances. Il y a un autre élément qui entre en ligne de compte et, comme toujours, c'est la confiance. Il est évident que la confiance à l'égard des politiques économiques est un facteur qui

pèse lourd dans la détermination de la valeur d'une monnaie sur le marché. Dans le cas du dollar canadien, la confiance qui importe avant tout est celle que manifestent les Canadiens à l'égard de sa valeur.

Ce que je veux mettre en lumière, c'est que, même si les autorités monétaires doivent prendre en considération le taux de change dans l'évaluation qu'elles font de la tenue de l'économie et de l'évolution de l'inflation au Canada ainsi que dans les décisions qu'elles prennent, la véritable question entourant la politique monétaire ne peut être réduite à la valeur extérieure du dollar canadien. Elle est plus fondamentale et plus vaste que cela. Il s'agit en effet de savoir si la politique monétaire, en cherchant à préserver la valeur de la monnaie, est bien orientée pour favoriser la réalisation d'une expansion économique durable qui ne soit pas inflationniste. De l'avis de la Banque du Canada, la politique monétaire est sur la bonne voie, pour toutes les raisons que je vous ai exposées aujourd'hui.

En guise de conclusion, je dirais que la contribution de la politique monétaire à la réalisation de bons résultats économiques devient plus évidente au fur et à mesure que les gens acquièrent la conviction que l'inflation va baisser selon la trajectoire tracée dans le programme de réduction de l'inflation. Cela aura pour effet d'alimenter la confiance des Canadiens à l'égard de leur monnaie et de créer ainsi un climat propice à la réalisation et au maintien de taux d'intérêt bas. Il n'y a pas de doute que la route est parsemée d'incertitudes et de difficultés, mais c'est la bonne, et l'investissement qui a été fait a déjà commencé à rapporter.