



BANQUE DU CANADA

La politique monétaire : mythes et réalités

Allocution prononcée par

John W. Crow

gouverneur de la Banque du Canada

à la

Chambre de commerce de Saint John

Saint John (Nouveau-Brunswick)

le 24 juin 1991

000000666 1992-01-01 920 (0002)

ROBINSON, S.

SECT

8

WEST

**Ne pas publier avant le 24 juin 1991
à 13 h, heure avancée de l'Atlantique
à 12 h, heure avancée de l'Est**

Allocution prononcée par
John W. Crow
gouverneur de la Banque du Canada
à la Chambre de commerce de Saint John
Saint John (Nouveau-Brunswick)
le 24 juin 1991

LA POLITIQUE MONÉTAIRE : MYTHES ET RÉALITÉS

Il est toujours utile, lorsqu'il s'agit de mettre en oeuvre une politique, de connaître son outil de travail et, par voie de conséquence, d'avoir une idée des résultats que celui-ci peut contribuer à obtenir. Je commencerai donc mon allocution d'aujourd'hui par quelques observations sur la nature de la politique monétaire et sur ce que l'on peut attendre d'elle. J'enchaînerai avec des commentaires sur certaines des objections qui sont opposées au point de vue de la Banque du Canada à ce sujet. J'entends ensuite vous livrer quelques réflexions sur la conjoncture actuelle.

La Banque du Canada cherche à transmettre deux messages fondamentaux en ce qui concerne la politique monétaire.

Le premier message est que les Canadiens, comme les citoyens d'autres pays, vivent dans une économie où la monnaie joue un rôle essentiel. Celle-ci relie les différents marchés entre eux, et une économie de marché comme la nôtre ne peut fonctionner de façon pleinement efficace que si nous avons confiance en la monnaie que nous utilisons. De toute évidence, seule une monnaie qui conserve sa valeur, ou en d'autres termes son pouvoir d'achat, peut susciter cette confiance.

Le deuxième message est que c'est en nous efforçant de limiter l'expansion monétaire à un niveau compatible avec une croissance économique durable que nous pourrions systématiquement garantir la fiabilité de notre monnaie. La Banque du Canada fait sentir son influence par le contrôle qu'elle exerce sur l'offre de liquidités au système financier, c'est-à-dire sur les moyens ultimes de paiement dans l'économie. Le rôle qu'elle joue pour ce qui est de la promotion de la confiance à l'égard de la monnaie est par conséquent capital.

Aussi la politique monétaire doit-elle clairement viser la réalisation et le maintien de la stabilité monétaire, c'est-à-dire la stabilité des prix.

Mais cette conception de la contribution essentielle que la politique monétaire peut apporter à l'économie est, et c'est le moins que je puisse dire, fortement contestée par certains de nos concitoyens. Je dois faire remarquer toutefois

que ceux-ci ne prétendent pas avancer un point de vue diamétralement opposé, à savoir, par exemple, que la politique monétaire devrait encourager l'inflation plutôt que de la contrer. Tandis que de son côté la Banque du Canada souligne que sa responsabilité de garant de la stabilité monétaire a des conséquences claires en ce qui concerne les mesures concrètes de politique monétaire à prendre, nos détracteurs, eux, essaient de minimiser ou de nier ces conséquences.

Permettez-moi de m'attarder quelque peu sur certains des arguments avancés pour contester notre position.

Composer avec l'inflation, entend-on dire, n'est pas une si mauvaise idée. Beaucoup de ceux qui tiennent ce type de raisonnement au pays semblent partir du principe que l'inflation est nécessaire pour concilier, au sein du système économique, des revendications concurrentes. D'une façon ou d'une autre, laisse-t-on entendre, une inflation chronique rendrait des revendications inconciliables plus faciles à concilier. Elle ferait croire aux agents économiques que leurs revendications ont été exaucées, même si dans les faits cela n'est pas le cas.

Prenons un exemple. Selon ce raisonnement, une forte augmentation de revenu, même contrebalancée par une hausse marquée des prix, paraîtrait plus avantageuse qu'une faible augmentation obtenue dans un contexte de stabilité des prix. Pour les tenants de ce raisonnement, une perte de confiance envers la monnaie et ses effets négatifs sur le fonctionnement de notre économie n'auraient pas une grande importance.

Cette opinion que je viens d'exprimer au sujet de la crédulité des gens peut aussi s'appliquer au fonctionnement de l'économie en général. En effet, on peut être porté à croire que, compte tenu de l'existence dans notre société d'associations et de groupes d'intérêt puissants, de monopoles divers ainsi que de certains prix réglementés - ces temps-ci, les commentateurs ajoutent parfois les majorations d'impôt à cette liste, notre système économique ne pourra fonctionner de façon acceptable qu'avec une certaine dose d'inflation. La politique monétaire devrait donc cautionner l'inflation, vraisemblablement au taux qu'il faudra pour que l'économie fonctionne de manière appropriée.

Ces arguments présentent de sérieuses lacunes.

À titre d'exemple, il convient de remarquer que ceux qui invoquent ces arguments ne précisent jamais le taux d'inflation auquel il sera possible de satisfaire à toutes les revendications des agents économiques. Ils semblent plutôt croire que l'inflation, laissée sans surveillance pendant que la politique monétaire est orientée vers d'autres objectifs, resterait très probablement à un niveau «raisonnablement» bas. Et même s'il n'en était pas ainsi, il serait possible de

maintenir les taux d'intérêt à des niveaux bas par le recours à la planche à billets. De telles hypothèses, populaires certes, ne font que montrer à quel point on peut prendre ses désirs pour des réalités, comme je l'expliquerai dans un instant.

Il est par ailleurs absurde de soutenir que l'inflation contribue de quelque façon que ce soit à rendre plus supportables les problèmes engendrés par les luttes pour le pouvoir économique, par les monopoles, par les impôts, et ainsi de suite. Une inflation chronique favorise-t-elle l'harmonie au sein de la société? Le recours à la planche à billets crée-t-il des emplois? Nous savons d'expérience que ce n'est pas le cas, bien au contraire. En fait, les tensions et les incertitudes supplémentaires auxquelles donne lieu l'inflation exacerbent de tels problèmes. Ainsi, on peut se demander pourquoi l'inflation pourrait inciter quiconque à céder une partie de son pouvoir économique ou à s'efforcer d'en user avec davantage de mesure. À vrai dire, la poursuite de politiques inflationnistes favorise l'élargissement du pouvoir de certains agents économiques parce qu'elle nuit à l'efficacité de l'économie de marché.

En un mot, on ne peut d'aucune façon s'appuyer sur de tels arguments pour mettre en oeuvre une politique monétaire qui compose avec le processus inflationniste ou le favorise au lieu de le combattre. L'application d'une politique monétaire inflationniste ne pourrait se justifier que si elle permettait une amélioration de l'ensemble de la situation économique.

L'expérience vécue dans les années 70 et au début des années 80 aurait dû briser le mirage selon lequel un taux d'inflation stable et modéré pourrait servir à réduire les frictions entre les diverses composantes du système économique. Cette expérience a grandement amélioré la compréhension que nous avons de la manière dont se développent les craintes à l'égard de l'inflation. On n'insistera jamais trop sur le fait que nous devons les très graves difficultés rencontrées dans les années 70 et au début des années 80 aux politiques inflationnistes qui ont marqué la fin des années 60 et à l'accumulation des anticipations inflationnistes à laquelle elles ont donné lieu.

Nous comprenons mieux maintenant que chaque fois que l'inflation réussit en apparence à concilier les revendications concurrentes des agents économiques, elle n'y parvient qu'en leurrant la population, ce qui, pour reprendre le mot d'Abraham Lincoln, ne peut guère durer éternellement. Oublions donc l'inflation bénéfique, concept populaire dans les années 60, et rappelons-nous la tourmente inflationniste des années 70 et du début des années 80.

Je ne pense pas qu'il y en ait qui se remémorent ces années-là avec une nostalgie particulière.

Les avantages économiques de la stabilité monétaire, j'en conviens, ne se matérialisent pas du jour au lendemain. Et les autorités monétaires ne peuvent pas en toute honnêteté proposer des expédients. Elles doivent plutôt proposer des solutions éprouvées et générales qui favorisent la bonne tenue d'une économie fondée sur la monnaie. Ces avantages s'accumulent et sont durables, mais ils s'accumulent lentement. La stabilité monétaire doit donc être considérée comme un placement à long terme.

Il est évidemment dommage qu'une politique monétaire axée sur le maintien de la valeur de la monnaie ne puisse pas promettre des résultats immédiats, mais c'est bien le cas. Toutefois, il ne faudrait pas pour autant croire qu'une politique monétaire inflationniste offre pour sa part des avantages immédiats, ou même quelque avantage que ce soit, sur le plan de la bonne tenue de l'économie. Quels que soient ses très discutables effets à court terme, lesquels dépendent largement de la mesure dans laquelle on peut leurrer les gens sur l'évolution réelle de la conjoncture, une politique monétaire inflationniste assombrirait profondément nos perspectives d'avenir et ne favoriserait guère le maintien des taux d'intérêt à de bas niveaux.

Il serait sans doute utile que les Canadiens se rappellent les résultats des périodes antérieures d'inflation aiguë, notamment à la fin des années 60 et au début des années 70, dont j'ai déjà parlé. Ils verraient ainsi plus clairement ce qui se passe lorsque la confiance envers la monnaie commence à s'effriter.

La mémoire aussi s'estompe. Mais il serait très malheureux que le déclin de notre mémoire collective provoque le retour systématique à des politiques inflationnistes, qui mènent à une poussée de l'inflation (ponctuée par des périodes de durcissement de la politique visant à retarder le processus d'effritement cumulatif de la confiance), à une accumulation des comportements pessimistes à l'égard de l'inflation et à une flambée concomitante des taux d'intérêt. Le tableau que je viens d'esquisser rappelle curieusement celui de la stagflation. Et c'est ce genre d'évolution que la politique monétaire doit prévenir en cherchant au premier chef à fournir une monnaie en laquelle les gens peuvent avoir confiance.

Je me permets de préciser qu'il ne faut surtout pas induire de ce qui précède que seule la politique monétaire importe. Au contraire, les autres politiques, même si elles n'offrent pas non plus de solutions miracles, peuvent grandement contribuer à l'amélioration des conditions requises pour la croissance économique, au bon fonctionnement des marchés et à la réalisation d'un meilleur équilibre de la demande.

En d'autres termes, la politique monétaire ne fonctionne pas en vase clos. Néanmoins, les Canadiens devraient s'attendre à ce qu'elle accomplisse ce qu'elle est en mesure d'accomplir. Cela consiste, comme je l'ai indiqué au début de mes propos, à alimenter la confiance des Canadiens à l'égard de leur monnaie. En outre, je le répète, nous ne serions pas en meilleure posture si la Banque du Canada renonçait à jouer le rôle qui lui incombe.

Voyons maintenant quelle est la situation à l'heure actuelle.

Selon certains indicateurs, la récession économique qui s'est amorcée il y a un an tire à sa fin. Les facteurs externes, qui revêtent toujours une grande importance pour le Canada, sont dans l'ensemble plus favorables. On note un raffermissement du marché américain, qui absorbe plus des trois quarts de nos exportations.

Sur le plan intérieur, certains signes d'amélioration des conditions du marché commencent à poindre.

Les taux d'intérêt ont fortement baissé. Non seulement ils ont fléchi dans le compartiment du court terme - on a enregistré un repli de quelque 5 points de pourcentage depuis le printemps de 1990 -, mais ils ont aussi baissé considérablement pour ce qui est du long terme. Les attentes concernant l'avenir jouent un rôle primordial en ce qui concerne l'évolution des taux longs, et l'amélioration observée à cet égard mérite d'être soulignée, car elle signifie que les Canadiens ont bon espoir que les taux d'intérêt seront bas à l'avenir. Ils ne voudront pas perdre cet espoir.

Ceci m'amène à parler de l'inflation. Celle-ci est encore forte au Canada. En effet, les prix à la consommation ont augmenté encore récemment de plus de 6 % d'une année à l'autre. Certes, il faut tenir compte ici des effets non répétitifs de l'entrée en vigueur de la TPS et des taxes supplémentaires sur le tabac et sur d'autres articles. De par leur nature, ces effets ne constituent pas des facteurs fondamentaux de l'évolution des coûts de production au Canada. De fait, ce sont ces facteurs fondamentaux qui ont déterminé et qui continueront de déterminer le taux tendanciel d'inflation au pays. Et c'est sur eux que la politique monétaire doit se concentrer avant tout pour agir sur l'inflation et sur les chances que celle-ci soit réduite.

Les cibles de réduction de l'inflation annoncées en février servent à définir le rythme auquel la politique monétaire entend réaliser la stabilité des prix. Cette initiative ne donne pas le signal d'un changement de cap de la politique monétaire.

Si les Canadiens commencent à fonder leurs décisions économiques sur la trajectoire annoncée, il sera plus aisé de réussir le rajustement à des taux d'inflation moins élevés et à des prix stables.

À cet égard, il est évident que les marchés canadiens n'encouragent aucunement les mesures inflationnistes par les temps qui courent. Mais il faut prévoir un certain délai avant qu'une réalité de cette nature ait des répercussions sur le comportement du marché ainsi que sur les coûts et les prix qui découlent de ce comportement. Ces répercussions, pensons-nous, devraient se faire sentir avec plus d'acuité dans les prochains mois.

J'ajouterai que les décisions prises dans les segments de l'économie qui sont moins directement exposés aux forces du marché, notamment le secteur public, sont de moins en moins inflationnistes.

J'aimerais, avant de conclure, dire quelques mots sur les mesures adoptées par la Banque du Canada.

La Banque du Canada jouit en général d'une certaine marge de manoeuvre pour agir sur les taux d'intérêt à court terme. Cependant, l'ampleur de la marge dont elle dispose pour faire baisser les taux à un moment donné est très largement tributaire du degré de confiance des épargnants et des investisseurs envers ses politiques et, en particulier, envers sa détermination à maintenir l'orientation de ces dernières. La politique monétaire qu'a menée la Banque du Canada doit être considérée comme un investissement dans la confiance à l'égard de la monnaie et de l'économie, laquelle est indispensable au maintien de faibles taux d'intérêt.

Depuis quelque temps déjà, la Banque du Canada emploie la marge de manoeuvre dont elle dispose pour favoriser un repli des taux d'intérêt à court terme, et ce processus a été amplement entériné par l'évolution des marchés. Bien que d'importantes incertitudes planent encore à l'horizon, nous sommes d'avis qu'un relâchement des pressions sur les coûts et les prix, conforme à la trajectoire de réduction de l'inflation établie en février dernier, a commencé à se dessiner. Mais nous devons avancer prudemment, en nous assurant que la terre est ferme sous chacun de nos pas, et en particulier que l'évolution de la situation reste entièrement et clairement compatible avec l'objectif poursuivi, à savoir la réduction de l'inflation et le maintien de la confiance à l'égard de notre monnaie.

Pour conclure, je soulignerai de nouveau le fait que la politique monétaire représente un placement dans la santé de l'économie. Elle joue en quelque sorte le rôle de conducteur

désigné à la fin d'une soirée : cette personne ne sera pas le boute-en-train de la fête, mais ce sera sans doute celle qui aura les idées les plus claires quand viendra le moment de partir. Si la Banque du Canada se joignait aux festivités, personne ne parviendrait à destination.