



BANQUE DU CANADA

Le rôle du taux de change dans la dynamique de la politique monétaire

Allocution prononcée par

John W. Crow
gouverneur de la Banque du Canada

au

premier Congrès régional panaméricain
de l'Association Cambiste Internationale
Montréal (Québec)
le 12 septembre 1992

Ne pas publier avant le 12 septembre 1992
à 18 h 30, heure avancée de l'Est.

Allocution prononcée par
John W. Crow
gouverneur de la Banque du Canada
au premier Congrès régional panaméricain
de l'Association Cambiste Internationale
Montréal (Québec)
le 12 septembre 1992

**LE RÔLE DU TAUX DE CHANGE DANS LA DYNAMIQUE
DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE**

Je vous souhaite la bienvenue au Canada, et plus précisément à Montréal.

Étant donné le domaine dans lequel oeuvrent la plupart d'entre vous, je saisis l'occasion qui m'est offerte ce soir pour vous entretenir du marché des changes et des taux de change et partager avec vous certaines des réflexions que suscitent ces questions dans le cadre de la conduite de la politique monétaire par la Banque du Canada.

Certes, le taux de change joue un rôle important dans l'économie et, par le fait même, dans la politique monétaire. Mais ce rôle, de quelle façon le joue-t-il? Autrement dit, quelle place occupe le taux de change dans la dynamique de la politique monétaire, dont la conduite nous incombe? C'est de cela que j'aimerais vous entretenir.

Je ne vous surprendrai pas en reconnaissant, d'entrée de jeu, que le taux de change est un sujet difficile à traiter, quel que soit l'angle sous lequel on l'aborde. Difficile parce que complexe, et complexe parce que la valeur externe de la monnaie d'un pays est le produit de la conjonction d'une foule de facteurs, qui vont des facteurs de nature politique aux facteurs de nature technique. Le taux de change, qui n'est après tout qu'un rapport de prix, est sensible aussi bien aux phénomènes d'origine extérieure qu'à ceux d'origine intérieure. De plus, les attentes et la confiance pèsent lourd sur les marchés des changes. Comme vous le savez fort bien, ces forces sont constamment en jeu sur ces marchés, avec plus ou moins d'acuité.

Je ne vous apprends rien non plus en vous disant que la Banque du Canada consacre beaucoup d'efforts à l'évaluation de la conjoncture. Nous nous efforçons constamment d'approfondir la compréhension que nous avons des forces qui façonnent l'évolution du taux de change. Par ailleurs, nous surveillons étroitement et analysons la manière dont le marché des changes filtre et traite le flux ininterrompu de l'information qui y circule.

Sous cet angle, ce que le marché des changes nous offre de particulièrement intéressant, c'est la perception indépendante qu'il a de la situation sous-jacente. Bien entendu, cela ne revient pas à dire que le marché ne fait jamais fausse route. Il n'y a aucune raison de croire qu'un marché sur lesquels les prix varient à tout moment pendant les heures d'ouverture et même au-delà soit un repère infallible. Toutefois, grâce à l'évaluation qu'il fait de la situation d'ensemble, le marché fournit un garde-fou contre tout raisonnement irréaliste ou peu rigoureux sur ce qu'est une valeur adéquate pour les monnaies.

À la Banque du Canada, nous savons que les opérateurs des marchés des changes surveillent nos faits et gestes. Avant de se faire une idée au sujet du dollar canadien, ils cherchent évidemment à savoir ce que nous faisons et ce que nous projetons de faire en matière de politique monétaire.

Je ne m'étendrai pas sur les objectifs fondamentaux de la politique monétaire pour la simple raison qu'il me semble qu'ils sont bien connus maintenant - et, à la Banque du Canada, c'est assurément ce que nous voulons! En bref, nous avons la responsabilité, en tant que maître d'oeuvre de la politique monétaire au Canada, de fournir aux Canadiens une monnaie nationale en laquelle ils peuvent avoir confiance. C'est en axant cette politique sur la réalisation et le maintien de la stabilité des prix que nous réalisons cet objectif, lequel représente la meilleure contribution que la politique monétaire peut apporter à une bonne tenue durable d'une économie fondée sur le marché et la monnaie.

J'ajouterai, pour faire le lien avec le thème de mon allocution, que grâce à cette contribution, lorsque le dollar canadien fluctue par rapport à d'autres devises, il le fait dans le cadre d'une politique monétaire clairement et solidement ancrée dans les valeurs financières nationales.

De toute évidence, les objectifs de la politique monétaire que je viens tout juste d'exposer ne disent pas grand-chose, même d'un point de vue strictement monétaire, sur l'évolution du cours du dollar canadien - du moins, tant que l'on ne prend pas en considération les politiques monétaires mises en oeuvre dans d'autres pays. En d'autres termes, ce sont les politiques monétaires relatives qui importent.

Il est tout de même bon de rappeler que le long déclin qu'a connu le dollar canadien du milieu des années 70 au milieu des années 80 par rapport aux monnaies d'autres grands pays industriels s'était accompagné d'un taux d'inflation élevé au Canada par comparaison avec ces pays. Il est maintenant de plus en plus reconnu que le Canada connaît un taux d'inflation bas comparativement à ce qu'on observe ailleurs et, fait tout aussi important, qu'il a une politique monétaire axée sur la réalisation et le maintien de la stabilité des prix.

En conséquence, les taux d'intérêt au Canada sont faibles maintenant par rapport à ce qu'on observe dans la plupart des autres grands pays industriels. Du milieu des années 70 au milieu des années 80, ils étaient généralement élevés, par comparaison avec ceux des autres grands pays industriels.

De fait, grâce à la mise en oeuvre de politiques monétaires qui bâtissent progressivement la confiance en notre monnaie par le maintien de la valeur interne de cette dernière, la Banque du Canada peut maintenant viser et, en fin de compte, obtenir des taux d'intérêt bas au pays. Sous cet aspect particulier, à la fois stratégique et anti-inflationniste, notre politique est une politique de taux d'intérêt bas. Comme je l'explique un peu plus loin, la Banque tient toujours compte, dans ses opérations, du taux de change, de la confiance à l'égard du dollar canadien et des conséquences pour la demande et l'inflation. Ce que la Banque ne tente pas de faire en s'appuyant sur la même stratégie, logique oblige, c'est de viser une valeur externe donnée pour le dollar canadien.

Les forces monétaires sous-jacentes que je viens tout juste de décrire se conjuguent à une foule d'autres forces non monétaires qui agissent sur le taux de change. Nous devons donc, dans la mise en oeuvre de la politique monétaire, prêter une attention particulière à ces phénomènes et à la manière dont ils peuvent influencer sur la demande, la production et l'inflation.

Ainsi, les fluctuations des termes de l'échange du Canada, soit le prix relatif des exportations par rapport à celui des importations, ont par moments une action déterminante sur notre monnaie, en plus de l'effet que pourraient avoir les perceptions entourant la politique monétaire. Le meilleur exemple récent de ce phénomène serait l'appréciation qu'a connue le dollar canadien en 1987 et en 1988, lorsque nos termes de l'échange se sont nettement améliorés sous l'effet de la flambée des cours mondiaux d'une gamme de matières industrielles.

L'effet qu'une fluctuation des termes de l'échange de cet ordre a sur le taux de change n'est en principe ni surprenant ni fâcheux. Si les exportations prennent de la valeur, il est normal que les ressources productives se dirigent vers les industries vouées à l'exportation. Une appréciation réelle de la monnaie favorise le déplacement des ressources des secteurs non axés sur l'exportation vers ceux qui le sont.

Pour ce qui est de l'autre facteur que j'ai mentionné, soit les perceptions entourant la politique monétaire canadienne, il vaut la peine de se rappeler que l'appréciation du dollar canadien au cours de la période 1987-1988 s'est produite malgré le faible écart séparant les taux d'intérêt canadiens à court terme des taux américains correspondants. Et bien que la Banque ait à ce moment-là déjà énoncé clairement les principes fondamentaux de sa politique monétaire, la croissance de la

monnaie et du crédit au Canada s'accélérait en général pour atteindre un rythme supérieur à 10 %. De plus, la dépense globale grimpait à un rythme extrêmement rapide, atteignant presque les 10 %.

Malgré le caractère inflationniste de la situation, l'appréciation du dollar canadien à la fin des années 80 a suscité, au pays, de nombreuses critiques à l'égard de la politique monétaire. Au regard des responsabilités de la Banque du Canada, ces critiques revenaient en fait à recommander que nous cherchions, malgré la poussée des pressions inflationnistes, à accélérer encore davantage le rythme d'expansion monétaire. En pratique, on nous demandait d'augmenter les apports de liquidités de manière à contrer l'appréciation du dollar et de chercher, de cette façon, à éviter le resserrement implicite des conditions monétaires. La Banque, il va de soi, ne s'est pas pliée à pareille recommandation.

Vous vous êtes sans doute rendu compte que mes dernières observations délaissaient les influences sous-jacentes agissant sur le taux de change, comme les tendances de l'inflation et l'évolution des termes de l'échange, pour se tourner vers des considérations d'ordre opérationnel. Je vais donc, si vous me le permettez, m'engager dans cette voie en commençant par la politique d'intervention sur le marché des changes.

Dans le système canadien, les réserves de liquidités internationales du pays ne sont pas inscrites dans les livres comptables de la banque centrale. En matière d'intervention officielle sur le marché des changes, la Banque agit pour le compte du ministre des Finances.

L'approche adoptée consiste à résister avec plus ou moins de vigueur aux tendances du marché. Cette politique interventionniste, pratiquée depuis fort longtemps, vise à garantir un marché des changes ordonné pour le dollar canadien.

En gros, nous considérons l'intervention, quelle que soit la forme qu'elle prend, plus comme un mécanisme tactique que comme un outil ayant à lui seul une incidence durable sur les niveaux des taux de change. Autrement dit, toute répercussion durable sur le cours de la monnaie découle des mesures attendues (et effectives) de politique monétaire ou budgétaire servant de support à l'intervention.

Lorsqu'elle mène ses opérations courantes sur les marchés monétaires, la Banque est bien sûr très consciente du sens dans lequel évolue le marché des changes. Et compte tenu de notre responsabilité en matière de politique monétaire, nous nous intéressons particulièrement à l'interaction qui existe entre le marché des changes et le marché monétaire national. L'attention très étroite et très soutenue que nous prêtons à l'évolution des

marchés financiers s'explique tout autant par la nécessité que nous ressentons d'être toujours au fait des attentes des opérateurs et de prévoir de quelle façon ces attentes peuvent se répercuter sur nos opérations. De plus, grâce à l'analyse que nous faisons de l'évolution aussi bien des taux d'intérêt à court terme que du taux de change, nous pouvons évaluer l'orientation générale et la profondeur des changements que subissent les conditions monétaires. Vous vous rappelez peut-être que j'ai employé l'expression «conditions monétaires» - c'est-à-dire le résultat de l'action combinée de l'évolution des taux d'intérêt à court terme et de celle du taux de change - lorsque j'ai parlé de la position adoptée par la Banque à la lumière de l'évolution des termes de l'échange, de la demande et du taux de change observée au cours de la période 1987-1988.

Permettez-moi cependant de souligner que cette mesure qu'est la combinaison des taux d'intérêt et du taux de change ne constitue pour nous qu'un moyen commode de jauger l'influence que pourrait avoir, sur la demande, l'évolution à court terme des marchés financiers en général. Plus précisément, la politique monétaire et ses objectifs ne peuvent pas être définis de manière durable par les conditions monétaires, au sens que nous donnons à cette expression, pas plus d'ailleurs qu'ils ne peuvent l'être par les taux d'intérêt et le taux de change seuls. La politique monétaire concerne essentiellement l'expansion de la masse monétaire et la contribution que cette expansion peut apporter au bon fonctionnement durable de l'économie. Elle n'a pas comme objectif stratégique la réalisation d'une combinaison donnée des taux d'intérêt à court terme et du taux de change.

Jusqu'à présent, mes observations s'appuyaient sur le fait que nous avons, au Canada, un régime de taux de change flottants. Pour la suite de mes propos, je prendrai un peu de recul par rapport à cette prémisse.

Je m'empresse d'ajouter que je n'ai pas l'intention, ce soir, de reprendre tout le débat sur les avantages et les désavantages des taux de change flottants par rapport à des parités fixes. Il faudrait un livre sinon une conférence, mais certainement pas un simple discours, pour traiter convenablement des nombreuses facettes de la question. J'aimerais quand même faire certains commentaires là-dessus, car le type de régime en place a des répercussions majeures sur la politique monétaire, et vice-versa.

Mon premier commentaire est assez fondamental, à savoir qu'on ne peut commencer à parler de politique monétaire nationale qu'en régime de taux de change flottants. En régime de parités fixes, on parlerait plutôt, comme cela s'est fait en Europe récemment, de la part que peuvent avoir les banques centrales ou les pays dans les décisions en matière de politique monétaire, prises par une instance centrale, qui influenceraient le rythme de l'expansion monétaire dans les pays concernés. On ne saurait

parler de politique monétaire nationale dans un tel cas, car l'autorité centrale n'est pas nécessairement nationale.

Ma deuxième observation est que l'incidence des taux de change sur la politique monétaire ne peut être examinée avec rigueur sans que référence soit faite aux régimes de taux de change. Par «régime de taux de change», j'entends un mécanisme de change qui est censé être maintenu pendant une période indéfinie, mais assurément longue, car on l'aura choisi en connaissance de cause, en sachant très bien par exemple qu'il faudra consentir à certains compromis quant au type de politiques nationales qu'il sera possible d'appliquer ou non. C'est, comme il se doit, dans cet esprit que se déroulent en Europe les discussions sur le Système Monétaire Européen et l'Union Économique et Monétaire. Bien sûr, ce genre de discussion, surtout après le sommet de Maastricht et la réaction négative du Danemark, met au premier plan les importantes questions d'économie politique ainsi que les questions d'ordre purement technique que soulève le débat.

Néanmoins, au Canada, les commentaires et les critiques au sujet du taux de change n'abordent généralement pas la question du régime de taux de change. C'est d'ailleurs ce qui fait qu'il est compliqué d'en évaluer le bien-fondé. Comme je l'ai déjà souligné, la pomme de discorde semble surtout être depuis quelque temps la prétendue inadéquation d'une politique monétaire qui laisse le taux de change s'apprécier. Les défenseurs de cet argument sous-entendent ainsi que la politique monétaire aurait dû être plus expansionniste ou, si l'on veut, moins anti-inflationniste.

J'ai déjà fait remarquer que, sur le plan macroéconomique, la situation qu'a connue le Canada à la fin des années 80, lorsque le dollar canadien s'est apprécié de façon marquée, ne corrobore pas ce type de critique au sujet de la politique monétaire. J'ai souligné que cette période était non seulement une période où les termes de l'échange s'étaient grandement améliorés, mais, plus généralement, où la dépense globale avait connu un vif essor et où les pressions inflationnistes s'étaient nettement intensifiées.

Toutefois, même s'il est intéressant et significatif, cet épisode particulier ne touche pas au coeur de la question. En effet, ce qui importe pour le Canada, c'est que les autorités monétaires maintiennent une politique dont l'objectif est de fournir aux Canadiens une monnaie fiable, fondement du bon fonctionnement de l'économie.

Du point de vue de la politique monétaire à tout le moins, on pourrait trouver certains avantages à avoir un régime de taux de change fixes, par exemple si le pays dont la monnaie est le pivot du régime jouissait de la stabilité monétaire et s'il n'était pas possible, pour quelque raison que ce soit, de

fournir une monnaie fiable par le truchement de la politique monétaire nationale. L'orientation de la politique monétaire et les résultats enregistrés sur le front de l'inflation au Canada au cours des dernières années infirment nettement la seconde hypothèse.

La dernière observation que je ferai sur le taux de change et la politique monétaire a trait à la coordination monétaire à l'échelle internationale. En fait, cette dernière suppose d'abord une bonne base à l'échelle nationale. J'entends par là qu'il est difficile, si l'on n'a pas de saines politiques internes, d'escompter de bons résultats à l'échelle internationale. De telles politiques doivent servir de base à la coordination économique internationale. Sans cela, nous ne pouvons voir les problèmes que d'une manière très superficielle.

Pour que les taux de change puissent bien se comporter, il faut aussi avoir des politiques saines. Les marchés des changes, il est vrai, peuvent être instables. Mais il faut admettre qu'ils ont dû faire face à d'énormes difficultés découlant des politiques macroéconomiques mises en oeuvre un peu partout dans le monde. En particulier, lorsqu'il y a incertitude quant à la volonté de contrer l'inflation et à la détermination de maintenir la discipline en matière de budget, il ne faut pas se surprendre de voir les marchés s'enflammer de temps à autre.

Je vous ai entretenus, ce soir, d'un domaine bien vaste; cependant, pour terminer, j'aimerais vous ramener à mon point de départ, soit la Banque du Canada. Le préambule de la *Loi sur la Banque du Canada*, qui régit notre fonctionnement, stipule que nous avons la tâche de «protéger la valeur de la monnaie nationale sur les marchés internationaux». Le point de vue que je vous transmets, en guise de conclusion, est que la banque centrale, pour s'acquitter de cette tâche le mieux possible, et, plus fondamentalement (tel qu'énoncé dans le préambule) «de façon générale pour favoriser la prospérité économique et financière du Canada», doit avoir comme objectif de protéger la valeur interne de notre monnaie. C'est ce que nous continuerons de faire.