



BANQUE DU CANADA

**La politique monétaire dans un
régime de taux de change flottants :
l'expérience canadienne**

Conférence donnée par

John W. Crow

gouverneur de la Banque du Canada

à

l'École des sciences économiques de Stockholm

Stockholm (Suède)

le 22 avril 1993

Conférence donnée par John W. Crow
gouverneur de la Banque du Canada
à l'École des sciences économiques de Stockholm
Stockholm (Suède)
le 22 avril 1993

La politique monétaire dans un régime de taux de change
flottants : l'expérience canadienne

Je suis très heureux de l'occasion qui m'est offerte de prendre la parole devant vous aujourd'hui. Le sujet que j'ai accepté de traiter est certes au centre de mes intérêts professionnels, mais il ne manquera évidemment pas de susciter de l'intérêt en Suède.

Je ne m'attarderai pas sur les similitudes qui existent entre nos pays, sauf pour mentionner qu'il s'agit de deux économies de taille moyenne voisines d'économies plus puissantes. Nos deux pays, tout naturellement, sont dans une large mesure tributaires du commerce international. Ils sont tous deux d'importants producteurs et exportateurs de matières premières en plus d'être engagés dans diverses autres activités économiques qui les classent parmi les nations industrielles avancées.

C'est par son régime particulier de taux de change que le Canada se distingue de la Suède. Nous avons eu au Canada un régime de taux de change flottants pendant la majeure partie de l'après-guerre, c'est-à-dire de 1950 à 1962, puis de 1970 jusqu'à maintenant.

Au début, nous étions presque les seuls à avoir un régime de changes flottants, au moment où le système de Bretton Woods de parités fixes, encore qu'ajustables, était la norme. Toutefois, il convient de se rappeler qu'en 1950 le Canada avait déjà entrepris de sortir son système économique du carcan des contrôles des changes et des capitaux hérité de la guerre. Ce corset était même complètement démantelé à la fin de 1951. Peut-être le Canada est-il resté le seul pays à avoir, à l'époque, des taux de change flottants précisément parce qu'il avait aboli ces contrôles bien avant la plupart des autres pays. C'est généralement beaucoup plus tard que ceux-ci ont commencé à gérer leurs affaires économiques dans un climat de liberté plus stimulant certes, mais aussi plus exigeant.

En revanche, durant la deuxième période de flottement du dollar canadien, au début des années 70, le Canada a été

rapidement imité par un bon nombre de pays, le système de Bretton Woods ayant commencé à crouler sous l'effet d'une nouvelle accélération de l'inflation à l'échelle mondiale et de l'effritement de la confiance dans le dollar É.-U. comme monnaie de réserve. L'expérience canadienne a manifestement été perçue comme une preuve qu'une économie peut vraiment fonctionner sans problème avec des taux de change flottants, même si le Canada n'a jamais prétendu servir d'exemple à d'autres pays. Il reste que nous jouissons maintenant d'une longue expérience en matière de flottement des monnaies et que notre dollar flotte toujours. Cela, à tout le moins, rend l'expérience du Canada digne d'intérêt.

Lorsque le plan de cet exposé a commencé à prendre corps dans mon esprit, il était clair que le plus simple pour moi était de tenir le régime de changes flottants pour acquis, puis de m'attacher aux questions liées à la conduite de la politique monétaire dans un tel régime. Mais, bien que la conduite de la politique monétaire proprement dite constitue déjà un sujet fort vaste, j'estime qu'il importe de vous entretenir d'abord de certaines considérations de portée plus générale concernant à la fois le taux de change et la politique monétaire. En particulier, je désire faire ressortir la nature des questions qui se posent, en matière de politique monétaire, lorsqu'il faut décider du type de régime de changes à adopter, même si ces questions peuvent ne pas se présenter avec netteté à ce moment-là.

Les régimes de changes et la politique monétaire

Un régime de changes est sans conteste une chose sérieuse. Le terme «régime» est un terme sérieux, en ce sens qu'il implique le respect sur une longue période de règles de conduite bien établies. Le choix d'un régime de changes peut résulter, et résultera sans doute de nombreuses considérations. La question sera, à juste titre, débattue intensément par les responsables des politiques économiques, et fort probablement dans d'autres milieux aussi. Parallèlement, les décisions arrêtées - plus précisément le choix classique entre taux de change fixes et taux de change flottants - sont très souvent, compte tenu de la nature du marché des changes, dictées par l'urgence du moment plutôt que par des débats éclairés.

En guise d'exemple, c'est dans le contexte de l'accroissement de l'inflation de par le monde tenant à la guerre de Corée et, en particulier, des fortes pressions à la hausse que la flambée des prix des produits de base exerçait sur le dollar canadien que le Canada a renoncé en 1950 à la parité fixe établie pour sa monnaie auprès du Fonds monétaire international. La

décision de laisser flotter le dollar canadien plutôt que d'en réaligner le cours était fondée dans une large mesure, semble-t-il, sur le fait qu'on ne savait pas à quel niveau plus élevé il aurait fallu le fixer. Cet agnosticisme a persisté pendant plus d'une décennie.

La décision, prise en 1962, de rétablir une parité fixe pour le dollar ne résultait pas d'un examen général des avantages d'un régime de changes fixes par rapport à ceux d'un régime de changes flottants. Elle a plutôt été dictée par l'instabilité et la tendance à la baisse du dollar canadien.

Le retour au flottement du dollar, survenu en 1970, a aussi été décidé, comme cela a été le cas en 1950, à un moment où notre monnaie subissait d'intenses pressions à la hausse. Celles-ci étaient imputables à la fois à la forte augmentation de l'excédent de notre balance commerciale à laquelle s'ajoutaient des entrées massives de capitaux. Comme cela s'était produit en 1950, le Fonds monétaire international a été informé que le Canada adoptait «pour le moment» un régime de changes flottants. La question de savoir s'il s'agissait là d'un changement de régime plutôt que d'une transition vers un autre système de parités fixes dans le cadre des accords conclus sous l'égide du FMI et qui étaient en vigueur à l'époque n'a pas été précisée à ce moment-là. Quoi qu'il en soit, je crois que nous pouvons affirmer sans risque de nous tromper, plus de vingt ans plus tard, qu'il s'agissait en réalité d'un changement de régime.

Quel lien y a-t-il entre la politique monétaire et tous ces phénomènes?

Pour répondre à cette question, je crois qu'il convient de se rappeler que les perceptions à l'égard de la politique monétaire ont beaucoup évolué depuis la guerre. Pour diverses raisons, tout juste après la guerre, le rôle que devait jouer la politique monétaire dans l'économie était moins décisif et moins déterminant qu'il ne l'est de nos jours. De fait, les questions comme la stabilité monétaire, l'importance des attentes, les dommages causés à l'économie par une inflation chronique, pour ne citer que celles-là, bref, les questions concernant l'instauration de la confiance dans la valeur de la monnaie dans une économie monétaire, n'étaient pas appréciées à leur juste valeur comme elles le sont aujourd'hui. On ne leur accordait donc pas l'importance que nous leur reconnaissons maintenant, forts des douloureux enseignements que nous a laissés une inflation chronique.

Néanmoins, au cours de la première période pendant laquelle notre monnaie était rattachée au système de Bretton Woods, on savait clairement que, lorsque les choses se corsaient,

Permettez-moi d'illustrer la façon dont nous tenons compte du taux de change à l'aide d'un épisode récent de l'évolution financière au Canada.

De 1976 à 1986, le dollar canadien a subi une très importante dépréciation. En revanche, de 1987 à 1991, il a eu tendance à s'apprécier, gagnant environ 20 % par rapport au dollar américain et un peu moins vis-à-vis d'une moyenne pondérée des cours des principales monnaies du monde, base d'évaluation plus appropriée.

Vous l'aurez sans doute deviné, cette tendance à la hausse de notre monnaie a alimenté une vigoureuse controverse au Canada. Celle-ci tient au fait que la dépréciation de notre monnaie a tendance à être mieux accueillie que son appréciation. La dépréciation est généralement perçue comme une solution immédiate aux problèmes économiques, celle qui mène droit à l'amélioration de la rentabilité et de l'emploi. Cependant, les gens comprennent beaucoup moins bien le fait que la dépréciation ne peut produire ces résultats que si les coûts intérieurs, les salaires en particulier, n'augmentent pas de pair avec les prix intérieurs. En d'autres termes, la dépréciation doit contenir, voire réduire les salaires réels pour favoriser l'essor de l'emploi.

Quoi qu'il en soit, du point de vue de la politique monétaire, cette période d'appréciation du dollar canadien a surtout été caractérisée par des pressions extrêmement fortes de la dépense au Canada. La politique monétaire a alors visé essentiellement à atténuer ces pressions - le rythme de progression de la demande globale en termes nominaux dépassait les 10 % - ainsi que les pressions inflationnistes qui en résultaient. Dans ces circonstances, les taux d'intérêt à court terme de même que la valeur externe du dollar canadien se sont mis à augmenter. Ce qu'il faut retenir des mesures prises par la Banque du Canada au cours de cette période, c'est que dans notre détermination à contrer toute hausse de l'inflation et, à terme, à la faire baisser (c'est-à-dire à fournir comme point d'ancrage la stabilité des valeurs financières intérieures), nous ne voulions pas écarter, et n'avons pas écarté, la possibilité que le dollar canadien s'apprécie.

Permettez-moi de vous expliquer sur quoi s'appuyait notre point de vue.

Dans une économie ouverte en régime de changes flottants, la politique monétaire agit sur la demande et l'inflation par l'entremise des taux d'intérêt et du taux de change. Pour mesurer l'incidence de sa politique monétaire sur la demande et l'inflation, la banque centrale doit donc

surveiller à la fois les taux d'intérêt et le taux de change. Nous utilisons le terme «conditions monétaires» pour désigner l'action combinée des taux d'intérêt et du taux de change sur la conjoncture.

De même, les marchés des changes, tout comme les marchés monétaires, peuvent réagir fortement à des changements de perceptions ou d'attentes concernant la politique monétaire ainsi qu'aux mesures de politique monétaire proprement dites. Pour toutes ces raisons, il est impossible de prévoir dans quelle mesure les actions visant à modifier les conditions monétaires feront sentir leurs effets par la voie des taux d'intérêt ou par celle du taux de change. Cela signifie que le processus de mise en oeuvre de la politique monétaire est forcément un processus de nature itérative, en ce sens que nous apprenons à doser notre action selon la réaction des marchés.

De toute façon, lorsqu'il est nécessaire de resserrer les conditions monétaires, toute appréciation de la monnaie renforce les effets que la politique monétaire aura sur la demande globale par le truchement des taux d'intérêt. Autrement dit, si le taux de change porte une partie du fardeau, les taux d'intérêt devront augmenter moins qu'ils ne l'auraient fait autrement. En conséquence, les effets de la politique monétaire sur les diverses composantes de la demande seront mieux répartis. C'est dans cette optique que la Banque du Canada a évalué l'appréciation du dollar canadien survenue entre 1987 et 1991 au moment de décider des mesures à prendre sur le marché monétaire intérieur. J'ajoute que nous continuons d'évaluer les mesures de politique monétaire et les conditions monétaires dans la même optique.

Je tiens toutefois à 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'incidence que l'évolution à court terme des marchés financiers en général pourrait avoir sur la demande. 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 qu'ils ne peuvent l'être par les taux d'intérêt et le taux de change pris isolément. J'entends par là que l'objectif sous-jacent de la politique monétaire de la Banque du Canada n'est pas d'obtenir un taux de change ou un taux d'intérêt à court terme particulier, ni une combinaison précise de ces taux. Notre objectif fondamental, c'est de faire en sorte que nos mesures de politique monétaire, qui agissent sur l'économie par le truchement des marchés monétaires et des autres marchés financiers, favorisent une bonne tenue durable de l'économie canadienne en contribuant à entretenir la confiance dans la valeur future de notre monnaie.

Je voudrais également attirer votre attention sur le fait que, même si le taux de change est l'une des principales courroies de transmission de la politique monétaire et qu'il faut tenir compte de ses mouvements au moment d'arrêter les mesures de politique monétaire à prendre, il importe d'éviter d'attribuer à la politique de la banque centrale la responsabilité de toutes les fluctuations du taux de change. En plus, bien entendu, des mesures de politique monétaire adoptées à l'étranger, il existe de nombreux facteurs non monétaires qui influencent le taux de change.

Par exemple, il semble que l'appréciation du dollar canadien à la fin des années 80 était attribuable, en grande partie, à une amélioration sensible de nos termes de l'échange. À l'époque, le marché portait un jugement favorable sur le dollar canadien à la lumière de l'essor d'une vaste gamme de matières industrielles que le Canada exporte. Cet essor a d'ailleurs insufflé un élan vigoureux à la demande globale au pays. Ce que je veux faire ressortir, c'est qu'une appréciation de la monnaie liée à une amélioration des termes de l'échange et à une expansion de l'activité économique ne doit pas être interprétée comme un signe d'un plus grand resserrement monétaire au même titre qu'une appréciation induite par la politique monétaire interne d'un pays.

Depuis la fin de 1991, le cours du dollar canadien a connu un fléchissement marqué. Au cours de cette période, compte tenu de la faiblesse des cours des produits de base, les termes de l'échange du Canada ont accusé un recul par rapport aux sommets récemment atteints. Je devrais souligner en outre que les taux d'intérêt au pays ont également fortement baissé. Il s'est donc produit un assouplissement des conditions monétaires induit par la politique monétaire. Le taux d'inflation se situe à un niveau nettement inférieur aux sommets cycliques précédents, et l'économie se redresse à un rythme qui s'accélère.

Vous avez sans doute déjà déduit de mes observations que la Banque du Canada est satisfaite de la position qu'elle a adoptée. En particulier, elle se sent en mesure d'intégrer le flottement du dollar à la fois à la formulation générale de sa politique et aux mécanismes de mise en oeuvre de cette politique sur les marchés financiers.

Mais cela ne veut nullement dire que la voie que nous suivons ne comporte aucune embûche. En effet, comme je l'ai déjà laissé entendre, les taux d'intérêt et les taux de change ou les deux ne réagissent à peu près jamais de façon mécanique aux mesures prises par la banque centrale. Le marché joue un rôle de premier plan dans la réévaluation qu'il fait constamment des

perspectives qui s'offrent à lui. Par ailleurs, comme cela peut se produire en régime de changes fixes, des moments difficiles peuvent survenir sous l'effet de chocs sur les marchés financiers, ou de façon plus précise, de chocs qui modifient les attentes des épargnants et des investisseurs. En régime de changes flottants, l'interaction des marchés monétaires et des marchés des changes peut compliquer les mesures visant à atténuer de tels chocs, ainsi que l'ajustement qui s'impose, surtout si des attentes de nature extrapolative commencent à s'enraciner. Il reste que le taux de change du dollar canadien se comporte généralement assez bien, comme variable, pour nous permettre de créer dans un délai raisonnable des conditions monétaires propices à la réalisation de nos grands objectifs en matière de politique monétaire.

À mon avis, les deux conditions indispensables à cet égard, en particulier pour que le taux de change se comporte suffisamment bien, sont d'abord et avant tout que la politique monétaire canadienne soit résolument axée sur la stabilité des prix intérieurs et qu'elle soit généralement perçue ainsi, et ensuite, sur le plan tactique, que la Banque du Canada soit disposée à accepter des mouvements compensatoires du taux de change et des taux d'intérêt à court terme.

La conjoncture à l'automne 1992 illustre le dernier point. La Banque a été en mesure de faire face aux tensions extrêmes subies par les marchés des changes parce que les taux d'intérêt à court terme ont augmenté au moment où le taux de change fléchissait, de sorte qu'en gros les conditions monétaires globales n'ont pas beaucoup changé. En d'autres termes, une partie de la tension a été absorbée par les deux marchés, ce qui s'est traduit par des effets sur la demande qui s'annulaient mutuellement.

L'approche de la Banque implique une certaine souplesse des taux d'intérêt à court terme du marché. C'est pour cette raison que je crois utile que la Banque ait un taux officiel d'escompte flottant plutôt que fixe. Ce taux varie avec le rendement moyen des bons du Trésor à trois mois établi à l'adjudication hebdomadaire. Cela montre assez rapidement que la Banque du Canada est disposée à laisser les taux d'intérêt supporter une part de la tension qui, autrement, devrait être entièrement essuyée par le taux de change; elle contribue, ce faisant, à la stabilisation des marchés et de la demande.

Je vous ferai également remarquer que le cours du dollar canadien peut fluctuer, et fluctue effectivement à la hausse comme à la baisse. Il ne se prête donc pas à des prises de positions massives dans une seule direction, du genre de celles qui peuvent ébranler un régime de changes fixes.

J'aimerais, avant de conclure, aborder brièvement la question de l'intervention sur les marchés des changes.

Il est vrai que nous intervenons sur les marchés des changes, même si nous avons un régime de taux flottants. Officiellement, la Banque agit pour le compte du ministre des Finances, étant donné que les réserves de liquidités internationales du pays ne sont pas inscrites dans les livres comptables de la banque centrale. Mais dans les faits, la politique d'intervention que suit la Banque depuis longtemps consiste essentiellement à résister avec plus ou moins de vigueur aux tendances du marché, pour faire contrepoids aux forces en jeu ou pour annoncer la mise en oeuvre de mesures de politique intérieure. Bref, la Banque ne compte pas sur l'intervention en soi pour inverser la tendance des taux de change.

* * * * *

Mes conclusions seront de trois ordres.

Ma première remarque porte sur les opérations de la politique monétaire. Dans la gestion de ses affaires au jour le jour, de semaine en semaine, en régime de changes flottants, la Banque sait par expérience qu'elle doit prêter une attention particulière à l'interaction des marchés des changes et des autres marchés financiers, surtout le marché monétaire, et à l'évolution des conditions monétaires globales.

En deuxième lieu, j'aimerais souligner qu'il ne suffit pas d'avoir un bon plan tactique. En régime de changes flottants, l'existence d'un point d'ancrage solide est un élément fondamental de la mise en oeuvre de la politique monétaire. Pour la Banque, il s'agit du maintien de la confiance dans la valeur interne de la monnaie. En d'autres termes, l'obligation générale qu'a la politique monétaire de fournir à la population une monnaie qui inspire confiance n'en est que plus astreignante en régime de changes flottants.

Ma dernière observation se situe sur un plan plus international.

Du point de vue des relations financières et économiques qui unissent les pays dont les monnaies flottent, je doute fort que les autorités monétaires de ces pays puissent apporter une meilleure contribution à l'harmonie de ces relations que celle qui passe par une politique monétaire axée sur la stabilité des prix intérieurs. D'autres politiques, notamment de saines politiques budgétaires, sont également utiles. Il reste que la stabilité interne des monnaies représente une contribution

fondamentale pour la stabilité générale des taux de change. D'une part, les impératifs de la politique économique ne sont plus à la remorque de ceux du taux de change. D'autre part, si une telle approche de la politique monétaire était largement suivie, elle infirmerait fortement les réflexes protectionnistes à l'égard des taux de change flottants, très répandus dans les années 30, et qui ont en partie donné lieu à l'instauration du système de Bretton Woods.