



BANQUE DU CANADA

Les banques centrales, la politique monétaire et le système financier

Conférence commémorative C. D. Deshmukh

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

à la

Banque de réserve de l'Inde
à Bombay (Inde)
le 22 novembre 1993

Conférence commémorative C. D. Deshmukh
prononcée par John W. Crow
gouverneur de la Banque du Canada
à la Banque de réserve de l'Inde
à Bombay (Inde)
le 22 novembre 1993

**Les banques centrales, la politique monétaire
et le système financier**

Mes observations aujourd'hui seront celles d'un praticien. En effet, je compte vous entretenir des activités d'une banque centrale, telles qu'elles se présentent aux yeux d'un dirigeant de banque centrale au Canada.

Je me rends évidemment compte que certaines des questions que j'aborderai auront des résonances familières pour un bon nombre d'entre vous. Néanmoins, je trouve utile de passer en revue les grandes questions auxquelles les banques centrales sont confrontées et de partager le fruit de notre expérience, étant donné surtout que ce que nous sommes capables d'accomplir, et ce que nous accomplissons effectivement, ne correspond pas à l'idée que l'on s'en fait généralement à l'extérieur de la banque centrale; c'est le cas, par exemple, des perceptions entourant le mode de détermination des taux d'intérêt, auxquelles je reviendrai plus loin.

En outre, les éminents conférenciers qui m'ont précédé à cette tribune ont, il me semble, peu discoursu sur les activités proprement dites des banques centrales. Or, nous savons tous combien ces activités ont occupé une place importante dans la brillante carrière de Chintaman Deshmukh - qui fut d'abord secrétaire du conseil central d'administration de la Banque de réserve de l'Inde, puis sous-gouverneur et gouverneur de cette institution.

Parmi les activités dérivant des politiques publiques que mène la Banque du Canada, la formulation et la mise en oeuvre de la politique monétaire sont de loin les mieux connues au Canada. Toutefois, le mandat de la Banque comporte un second volet qui, s'il est moins connu, est important aussi : celui de favoriser l'efficacité et la stabilité du système financier.

Ce sont là les deux facettes de nos activités dont j'aimerais vous parler aujourd'hui.

Vous verrez sans doute dans ces deux facettes des thèmes de dissertation appropriés pour un dirigeant de banque centrale. Mais avant d'entrer dans le vif du sujet, je voudrais souligner qu'elles sont davantage que des thèmes appropriés. Elles constituent, et je ne crois pas exagérer en l'affirmant, la quintessence de notre travail.

De fait, elles touchent au coeur même de la banque centrale, en l'occurrence à son bilan. C'est en effet grâce à sa capacité de faire varier la taille de son bilan que la banque centrale peut créer les liquidités - c'est-à-dire les moyens ultimes de paiement - qu'elle fournit au système financier du pays. Voilà l'indispensable et inaliénable levier qui permet à la banque centrale de mettre en oeuvre la politique monétaire, d'une part, et d'influer de façon plus générale sur l'évolution du système financier, d'autre part.

L'utilisation de ce levier diffère dans les deux cas. Dans celui de la politique monétaire, la banque centrale y recourt de façon régulière, tous les jours (en consentant notamment des prêts pour atténuer les effets des fluctuations liées aux opérations de compensation et de règlement). Dans le cas du système financier, ce levier est plutôt utilisé comme un filet de sécurité. Ce type d'utilisation, plus occasionnel, tient au fait que les banques centrales doivent traditionnellement, en vertu de leur pouvoir unique de création de liquidités, assumer le rôle de prêteurs de dernier ressort.

Ce dernier rôle n'en est toutefois pas un de premier plan, j'ose l'espérer. Moins il y a de prêts de dernier ressort, par opposition aux opérations courantes liées à la compensation et au règlement, mieux cela vaut. Si de tels prêts étaient fréquents, le système financier serait constamment en proie à des crises de confiance. Par conséquent, même si nous sommes toujours prêts à intervenir ultimement, nous ne ménageons aucun effort pour assurer le bon fonctionnement du système financier, et cela par la conception de bons mécanismes ou par une prévention efficace dans les domaines où la Banque du Canada est bien placée pour apporter une contribution positive, particulièrement en ce qui concerne la compensation et le règlement des paiements.

Les deux thèmes que j'aborde aujourd'hui ont à mon avis un autre trait en commun. En effet, quel que soit le point de vue adopté pour les étudier, il demeure un fait incontournable : la banque centrale doit accorder une attention toute particulière aux marchés financiers, aux signaux qu'ils fournissent et à l'efficacité de leur fonctionnement.

La politique monétaire et les marchés financiers

La politique monétaire est, de toutes les politiques économiques mises en oeuvre par les pouvoirs publics, la plus axée sur les marchés, et, partant, peut-être la plus indirecte. En outre, la relation va dans les deux sens, puisque la politique monétaire exerce son influence par l'entremise des marchés financiers, qui à leur tour agissent sur la politique monétaire.

Je traiterai d'abord du premier sens, le plus familier peut-être, dans lequel cette relation opère, c'est-à-dire celui qui va de la politique monétaire vers les marchés financiers.

Ce qui frappe continuellement le praticien, c'est le fait que l'instrument dont se sert la banque centrale pour mettre en oeuvre la politique monétaire est un instrument très spécial, dont les rouages sont aussi très particuliers. Comme je l'ai déjà mentionné, cet instrument est, au fond, le bilan de la banque centrale, c'est-à-dire le contrôle que celle-ci exerce sur le volume des actifs qu'elle accumule. Par ce moyen, la banque centrale contrôle aussi ses engagements, soit le volume des moyens ultimes de paiement dans l'économie.

La Banque du Canada ne possède vraiment aucun autre moyen d'action que celui-là. En effet, il y a très longtemps qu'elle n'essaie plus d'exercer une influence directe sur le crédit ni sur les taux d'intérêt pratiqués par les institutions financières. Même le taux d'intérêt minimal que la Banque du Canada exige sur ses prêts, à savoir le taux officiel d'escompte, est un taux flottant, lié au taux des bons du Trésor à trois mois établi lors des adjudications hebdomadaires. Et d'ici le milieu de l'année 1994, les banques n'auront même plus à maintenir de réserves en fonction des dépôts qu'elles reçoivent. (Cependant, les institutions financières devront continuer de régler les sommes qu'elles se doivent entre elles dans les registres de la Banque du Canada.)

Ce ne sont là que de simples constatations, et vous auriez tort d'y voir la moindre trace de nostalgie. Nous avons, je vous l'assure, tout ce qu'il faut pour faire fonctionner efficacement la politique monétaire dans le contexte canadien.

Voyons maintenant quel est ce contexte.

Outre notre bilan, nous disposons d'un atout majeur, à savoir des marchés financiers robustes, qui fonctionnent bien. Ces derniers ont toutes les qualités nécessaires pour jouer le rôle de courroie de transmission de la politique monétaire lorsque la banque centrale injecte des liquidités dans le système ou en retire.

Bien entendu, la Banque du Canada a beaucoup encouragé la croissance de ces marchés, surtout celle du marché monétaire.

Lorsque la Banque du Canada a été fondée au milieu des années 30, les marchés monétaires canadiens n'étaient pas très développés. La banque centrale voulait certes remédier à la situation, mais elle a dû attendre la fin de la Deuxième Guerre mondiale avant de pouvoir s'atteler vraiment à la tâche.

Les années 50 ont constitué pour la Banque une période intense de construction des marchés. La Banque a commencé à offrir aux courtiers en valeurs mobilières des marges de crédit à court terme qu'ils pouvaient utiliser en dernier ressort; les adjudications de bons du Trésor, qui se tenaient seulement toutes les deux semaines, sont devenues hebdomadaires et les montants adjugés ont augmenté; la Banque a mis sur pied un service télégraphique pour le transfert des valeurs de l'État d'un bout à l'autre du pays (un pays très étendu, soit dit en passant). C'est à cette époque que la méthode de calcul des moyennes quotidiennes des réserves bancaires a été instaurée. Cette initiative permettait aux banques d'économiser sur le montant de leurs réserves-encaisse en faisant la moyenne des déficits et des excédents de leurs réserves sur une période déterminée. Le travail de la Banque du Canada s'en est aussi trouvé facilité puisque la demande de réserves est devenue plus stable et donc mieux à même de réagir systématiquement aux variations du volume des liquidités fournies par la banque centrale.

Je tiens à préciser, à l'intention des spécialistes parmi vous, que la méthode de calcul fondée sur l'établissement de moyennes sera conservée malgré l'élimination de l'obligation de tenir des réserves. Le règlement adopté incitera les institutions financières à maintenir à la Banque du Canada un solde nul, dont la moyenne sera calculée sur une période d'environ un mois.

L'intensification de la concurrence exercée par les institutions financières parabancaires explique pour une très large part la décision d'éliminer progressivement l'obligation de tenir des réserves faite aux banques. Le marché financier canadien est beaucoup moins cloisonné sur le plan institutionnel qu'il ne l'était il y a quelques années, mais les banques étaient les seules institutions de dépôt assujetties au maintien de réserves, qui ne produisent au Canada aucun intérêt, ni au taux du marché ni à aucun autre taux. Aussi l'élimination des réserves obligatoires obéissait-elle à des considérations d'efficacité et d'équité.

De toute façon, ce changement n'aura aucun effet concret sur la conduite de la politique monétaire. En d'autres termes, le contrôle de la banque centrale sur le processus de création des liquidités sera aussi efficace qu'auparavant.

Grâce au bon fonctionnement des marchés financiers intérieurs, la Banque du Canada peut en principe voir assez facilement les effets de son action générale sur les liquidités se propager des marchés à un jour vers les marchés à 30 jours, à 90 jours et ainsi de suite - dans la plus pure tradition des manuels d'économie monétaire.

Parlons maintenant de l'influence que les marchés exercent à leur tour sur les activités des banques centrales. Cela ajoutera une touche de réalisme à mon exposé, qui n'a tenu aucun compte jusqu'ici des aspects de la demande. Ce qui a été laissé de côté jusqu'ici, c'est en définitive le marché, dans le sens le plus large du terme.

Pris dans son sens le plus large, le marché englobe pour moi les opinions et les attitudes des épargnants et des investisseurs. Ce sont eux, particuliers et institutions, qui détiennent les engagements que génère le système financier. Leurs opinions influent énormément sur la nature, la quantité et le prix des effets qui trouvent preneurs.

Ceci m'amène à traiter plus précisément des relations entre les attentes du marché et la politique monétaire. Pour illustrer l'importance des opinions des épargnants et des investisseurs, il n'y a probablement pas de meilleur exemple que la façon dont s'établissent les taux d'intérêt.

Que je sache, l'opinion la plus largement répandue concernant la politique monétaire est que celle-ci correspond au pouvoir de la banque centrale de faire monter ou baisser les taux d'intérêt. Toutefois, bien que cette opinion puisse être en partie fondée, elle méconnaît totalement des points d'une importance capitale, comme la Banque du Canada l'a expliqué à maintes reprises. Certes, la banque centrale peut augmenter, ou réduire, l'offre de liquidités, mais de là à savoir comment les taux d'intérêt réagiront en général, il y a un monde. Ceux-ci étant de par leur nature tournés vers l'avenir, leur niveau dépendra de la manière dont évolueront par la suite les opinions des épargnants et des investisseurs.

L'idée que les taux d'intérêt réagissent automatiquement, et dans une direction précise, à la politique monétaire - l'exemple le plus cité étant que les taux d'intérêt baissent lorsque la banque centrale augmente les liquidités - découle de l'un des deux points de vue suivants.

Le premier veut que ceux qui acquièrent des créances ne se soucient tout simplement pas de ce que fait la banque centrale.

Mais comment pourraient-ils ne pas s'en soucier? Étant donné que la banque centrale est au coeur du processus d'offre de liquidités, cette thèse n'est pas plausible. Sauf bien sûr si on exclut, malgré son importance capitale, le jeu de l'offre et de la demande d'actifs financiers à la marge, où sont déterminés les taux de rendement.

Le second point de vue, plus fondé celui-là, veut que les épargnants et les investisseurs non seulement s'intéressent aux mesures prises par la banque centrale, mais aussi qu'ils aient confiance en ces mesures. En pareil cas, il est concevable que l'injection de liquidités additionnelles, en huilant les rouages du système financier, favorise une baisse des taux d'intérêt sur toute la gamme des échéances.

Mais à quoi tient la confiance des épargnants et des investisseurs dans la banque centrale? Elle dépend bien entendu de la capacité des autorités monétaires de définir un cadre de mise en oeuvre de la politique monétaire clair et cohérent, dans lequel les mesures de la banque centrale s'intègrent visiblement et sont perçues ainsi. À mon avis, on n'insistera jamais assez sur ce point.

L'établissement et le maintien d'un cadre propre à instaurer la confiance peut nécessiter la mise en place de différents éléments. Il est bon, par exemple, que les décisions en matière de politique monétaire puissent s'appuyer sur une structure institutionnelle limpide, qui fasse ressortir l'importance que l'on doit accorder à la conception du mandat et des responsabilités de la banque centrale, l'organe officiel d'émission de la monnaie. Le sujet a déjà été amplement analysé et débattu dans des publications de la Banque du Canada.

Je n'insisterai pas davantage sur la question du mandat et des responsabilités de la banque centrale, mais j'aimerais traiter plus longuement du type de politique monétaire susceptible d'avoir les qualités auxquelles j'ai déjà fait allusion.

Nous savons, l'histoire l'a abondamment démontré, que la politique monétaire probablement la plus utile est celle qui est axée sur la stabilité des prix, c'est-à-dire qui cherche à préserver la confiance en la valeur future de la monnaie. Une telle politique comporte deux avantages fondamentaux. D'une part, elle contribue systématiquement au bon fonctionnement d'une économie de marché, soit une économie décentralisée caractérisée

par la monnaie et son utilisation comme moyen d'échange, et, d'autre part, elle fournit un point d'ancrage indispensable aux attentes du marché.

Permettez-moi ici de vous dire un mot de l'expérience canadienne.

La politique monétaire de la Banque du Canada est axée sur un objectif clair : la réalisation de la stabilité des prix à moyen terme. Il n'y a pas si longtemps, les craintes à l'égard de l'inflation étaient assez fortes, tout comme l'inflation d'ailleurs, qui est montée jusqu'aux environs de 6 % au début de 1991. La Banque s'est alors employée à accroître les liquidités à un rythme qui ne favoriserait pas l'inflation, et les taux d'intérêt se sont mis à augmenter, surtout ceux à court terme. Ces deux dernières années, le taux d'inflation a considérablement fléchi; il est inférieur en moyenne à 2 % depuis plus d'un an. La conjoncture aidant, les taux d'intérêt ont beaucoup baissé, tant à long terme qu'à court terme.

La baisse des taux d'intérêt a été graduelle et ponctuée d'interruptions. Cependant, je crois honnêtement que ces interruptions tenaient bien davantage aux incertitudes entourant la situation des finances publiques et le contexte politique qu'à des incertitudes à l'égard des objectifs de la politique monétaire. La baisse s'est faite de façon graduelle parce que les attentes des épargnants et des investisseurs ne se modifient en général que progressivement. Et étant donné notre tenue passée sur le plan de l'inflation, ces derniers ne changeront vraisemblablement pas rapidement d'avis quant aux chances d'une réduction durable de l'inflation. La Banque du Canada doit donc mettre les épargnants et les investisseurs de son côté et, par conséquent, agir avec prudence et détermination si elle veut encourager une modification durable des attentes. De toute évidence, l'injection de liquidités à un rythme qui aurait été jugé inflationniste n'aurait pas favorisé de progrès en ce sens.

C'était monnaie courante, à une certaine époque, de taxer la politique monétaire canadienne de «politique de taux d'intérêt élevés». Il est plutôt malaisé de le faire aujourd'hui. Cependant, comme il y a longtemps que les taux d'intérêt n'ont été aussi bas, certains en déduisent que c'est la politique monétaire même qui a changé. Il n'en est rien. Simplement, l'adoption d'une politique monétaire axée sur la stabilité des prix se solde tôt ou tard - et c'est pour la banque centrale la seule façon de parvenir à un tel résultat - par de faibles taux d'intérêt, et non l'inverse. Mais comme je l'ai déjà signalé, un climat caractérisé par de faibles taux d'intérêt

ne se crée pas du jour au lendemain; il faut du temps pour bâtir la confiance en la monnaie.

Je voudrais élargir un peu le champ de mes observations, qui ont jusqu'ici été de portée nationale. Je suis parfaitement conscient du fait que mes remarques sur la politique monétaire ne sont applicables qu'en régime de taux de change flottants. En d'autres termes, si le taux de change est fixe, le moins qu'on puisse dire, c'est qu'il est un peu forcé de parler de la politique monétaire comme en étant une dont l'origine est interne.

Je pourrais, en tout état de cause, expliciter le rôle du régime de taux de change flottants dans ce contexte, mais la substance de mes propos en serait peu modifiée. En fait, cela ne pourrait que renforcer la portée de mon argumentation.

Prenons le mode de transmission de la politique monétaire sur le marché.

De toute évidence, nous devons tenir compte de la possibilité que les mesures de politique monétaire entraînent des variations non seulement des taux d'intérêt, mais aussi du taux de change. C'est pourquoi la Banque prend en considération tant les fluctuations du taux de change que celles des taux d'intérêt lorsqu'elle évalue les modifications des conditions monétaires. Autrement dit, elle s'efforce d'adopter une approche intégrée en ce qui concerne le mode de transmission de la politique monétaire et l'incidence des mesures de politique monétaire sur la demande globale.

Cela contraste quelque peu avec les commentaires d'un bon nombre d'observateurs au Canada, qui analysent les conditions monétaires strictement à l'aune du comportement des taux d'intérêt (et je ne parle même pas ici des interprétations que l'on fait de l'orientation proprement dite de la politique monétaire). Le contraste est des plus frappants lorsque, par exemple, les taux d'intérêt sont à la hausse et que le taux de change, lui, diminue, comme cela s'est produit à l'automne de 1992 et tout récemment encore. Je me contenterai de dire une fois de plus que la Banque du Canada doit tenir compte des rendements et des prix tant sur le marché monétaire que sur les marchés des changes dans son évaluation de l'incidence générale des conditions monétaires sur la demande globale.

Je crois qu'il est également juste d'affirmer que les attentes - et l'existence d'un cadre de politique monétaire solide favorisant une évolution constructive de celles-ci - revêtent une importance encore plus grande dans le contexte du marché des changes.

Par comparaison avec d'autres pays, le Canada a longtemps fait un peu figure d'exception avec son régime de taux de change flottants. Notre dollar flottait déjà à une époque où, dans la plupart des autres pays, la monnaie était fixe. Quoi que l'on puisse ajouter sur le sujet, il reste que l'expérience du Canada en matière de flottement est relativement longue.

Je sais que l'on insiste énormément ces temps-ci sur les difficultés que soulève la gestion des taux de change étant donné l'augmentation spectaculaire de la mobilité internationale des capitaux. Or, notre propre expérience ne nous amène pas à conclure que le flottement des monnaies est devenu une entreprise plus risquée qu'auparavant, en ce sens que le taux de change serait plus susceptible que par le passé d'afficher des comportements que ne justifient pas les «déterminants fondamentaux». Il serait bon de signaler aussi que le régime de taux flottants au Canada ne s'accompagne pas d'un contrôle des changes. Les derniers vestiges des contrôles appliqués en temps de guerre ont en effet été supprimés en 1951.

De fait, on pourrait déduire de l'expérience européenne récente que ce sont les taux de change fixes qu'il est devenu plus difficile de maintenir. La Banque du Canada a toujours su que l'un des avantages d'un système de taux de change flottants réside dans le fait qu'il ne permet pas des opérations de spéculation orientées dans un seul sens. Cela en soi devrait avoir une incidence déterminante sur l'ampleur des mouvements de capitaux spéculatifs.

Les banques centrales et le bon fonctionnement du système financier

J'aimerais maintenant délaissier la question de la mise en oeuvre de la politique monétaire dans un contexte de marché pour aborder le rôle joué par les banques centrales dans le fonctionnement efficace du système financier. Je n'ai pas l'intention d'analyser le sujet en profondeur, mais plutôt de soulever certaines questions ou interrogations qui me paraissent importantes concernant l'efficacité des marchés financiers. Je ferai également quelques remarques sur les défis que posent ces questions pour les banques centrales.

Je tiens à préciser d'entrée de jeu que je ne suppose pas a priori que les marchés financiers visent toujours juste. Ceci est évidemment peu probable étant donné que les prix y varient continuellement (même la nuit), à mesure que les participants filtrent le flux des renseignements disparates qui leur parviennent et qu'ils y réagissent.

Toutefois, le fait d'admettre l'existence possible de phénomènes de volatilité et de surréaction - voire de comportements moutonniers, de bulles et de désalignements - ne revient pas à dire que le «marché» fait généralement fausse route. En ma qualité de décideur public, j'attache une importance toute particulière au fait que le marché se forme une opinion indépendante et fondée et qu'il donne en quelque sorte une «appréciation» de la situation économique et financière. Autrement dit, l'évolution et les réactions des marchés financiers constituent sans conteste une mine de renseignements et un précieux garde-fou contre tout raisonnement irréaliste.

De plus, comme je l'ai déjà souligné dans le cas de la politique monétaire, il n'y a pas de doute que des politiques macroéconomiques claires et cohérentes peuvent contribuer grandement à l'efficacité du fonctionnement des marchés financiers en général, notamment en décourageant les mouvements erratiques.

L'explosion des prix des actions et de l'immobilier qui s'est produite au Japon vers la fin des années 80 a souvent été présentée comme un exemple des mouvements prononcés et insoutenables qui peuvent survenir sur les marchés financiers. Toutefois, nous ne devons pas oublier que le Japon avait laissé s'accumuler une quantité énorme de liquidités, et que l'offre de liquidités relève de la politique monétaire. D'une certaine façon, ce n'est pas tant la flambée des prix des actions et de l'immobilier qui a surpris que la remarquable absence d'une hausse sensible des prix des biens et des services courants.

Et que fait-on du comportement sur le marché des changes? Il s'agit là d'un marché financier qui intéresse sans doute encore plus les banques centrales, ne serait-ce que parce que le prix de la monnaie nationale par rapport à d'autres devises y est établi. Comme j'ai déjà parlé du marché des changes dans le contexte de la politique monétaire, je m'attarderai plutôt ici au fonctionnement de ce marché.

Bien sûr, lorsqu'on vit en régime de changes flottants, on serait plutôt malvenu de se plaindre du fait que le taux de change varie. On pourrait toutefois se plaindre des comportements aberrants que celui-ci peut afficher. Et il est clair qu'un désalignement du taux de change constitue un cas grave de comportement aberrant, et peut-être même un exemple extrême de volatilité. Il y a désalignement lorsque l'évolution du taux de change ne semble plus dictée, durant une période prolongée, par ce qui paraît être ses déterminants fondamentaux.

Mais ces déterminants, surtout s'ils sont perçus comme étant la parité des pouvoirs d'achat ou une variation du solde de la balance courante, pourraient bien nous induire en erreur. Pour illustrer mon propos, j'aimerais que nous examinions deux cas précis.

On a beaucoup épilogué sur le «désalignement» du dollar américain durant les années 80. Comme bon nombre d'entre vous s'en souviendront, le dollar américain s'est fortement apprécié par rapport à presque toutes les grandes devises d'outre-mer au cours de la première moitié de la décennie, atteignant des niveaux que bien des observateurs jugeaient insoutenables, puis il est retombé durant les dernières années de la décennie.

Je crois qu'il y a probablement eu désalignement du dollar américain, mais que celui-ci n'a pas été aussi marqué qu'on a tendance à l'imaginer. Rappelons-nous l'orientation qu'a prise la politique budgétaire américaine vers le début des années 80. Le déficit budgétaire s'est fortement accentué, et l'épargne nationale a diminué. Cette évolution, qui a eu lieu dans un contexte de forte poussée des investissements aux États-Unis, explique dans une large mesure l'appréciation du dollar américain. D'ailleurs, l'un des remèdes qui auraient pu être envisagés dans un tel cas, à savoir la mise en oeuvre d'une politique monétaire peu restrictive afin de faire baisser la valeur externe de la monnaie, aurait provoqué une détérioration plutôt qu'une amélioration de l'ensemble de la conjoncture macroéconomique. Il ne faut pas oublier que, à cette époque, la demande globale des biens et services produits aux États-Unis était loin d'être anémique.

L'autre cas que j'aimerais vous soumettre est celui de l'Europe. Des préoccupations au sujet du comportement des taux de change y ont fait surface récemment en raison des perturbations qui ont agité le mécanisme de change européen (MCE). Le choc sous-jacent qui s'est produit en Europe, à savoir le financement de la réunification de l'Allemagne, était très semblable au choc de nature budgétaire observé aux États-Unis et dont je viens tout juste de parler. Toutefois, dans le cas de l'Europe, le problème était vraisemblablement dû au fait que, pour des raisons d'ordre institutionnel, le mark allemand a été lent à se redresser par rapport aux monnaies des autres pays participant au MCE. Un redressement du mark s'imposait en raison de l'ajustement qui s'opérait dans la balance courante de l'Allemagne. En effet, d'excédentaire qu'elle était, cette balance était devenue déficitaire, car l'Allemagne avait fortement augmenté son recours à l'épargne en provenance de l'étranger en vue de financer un accroissement des dépenses.

De tels exemples donnent à penser qu'il faut se garder de tirer des conclusions générales et péremptoires sur l'existence, en tant que phénomènes indépendants, de tensions s'exerçant sur les taux de change. La plupart du temps, ce sont les politiques budgétaire et monétaire suivies par les pouvoirs publics qui sont à l'origine des phénomènes que l'on tend à interpréter comme des désalignements. En d'autres termes, il est clair que nous avons tout intérêt à améliorer nos politiques intérieures et, de toute évidence dans les deux cas que je viens de mentionner, à assainir les finances publiques. Il est encourageant de constater que cela est en train de se produire.

En ce qui concerne la contribution que les politiques monétaires nationales peuvent apporter pour favoriser de manière systématique la stabilité des taux de change, je doute qu'il y ait mieux à faire que de veiller à ce que chaque pays adopte des politiques résolument orientées vers la stabilité des prix intérieurs. Une telle conjoncture internationale permet l'établissement d'une assise monétaire solide susceptible de favoriser une certaine stabilité des taux de change. Elle offre également une protection contre l'action corrosive qu'exercent sur la libéralisation des échanges internationaux les dépréciations de monnaies dont l'objet est d'améliorer la compétitivité; ce type de dépréciation a constitué un important brandon de discorde sur la scène internationale dans les années 30.

Laissons maintenant le champ de la macroéconomie pour examiner de plus près des sujets ayant trait principalement au bon fonctionnement du système financier à la lumière des risques auxquels s'exposent les institutions financières et de ce que cela implique en matière de surveillance et de réglementation prudentielles.

Il s'agit évidemment là de sujets qui touchent à de nombreuses questions d'ordre institutionnel et microéconomique, dont certaines de nature juridique. Mais pour les banques centrales, les questions les plus importantes sont celles qui concernent le risque systémique - qui est le risque que des difficultés financières se propagent à l'ensemble du système financier, endommageant celui-ci et, du même coup, l'économie - et les moyens à prendre pour limiter le risque en question. La Banque du Canada n'est pas un organisme de surveillance des institutions financières, mais il n'en demeure pas moins que ces questions d'ordre systémique font partie, de par leur nature même, du champ de ses préoccupations.

Je crois pouvoir me permettre d'être assez bref sur le contexte, puisque d'éminents praticiens tels que Gerald Corrigan, qui occupait jusqu'à récemment le poste de président de la Banque

fédérale de réserve de New York, et Alexandre Lamfalussy, directeur général de la Banque des Règlements Internationaux (BRI), y ont consacré de nombreux discours. Dans une conférence qu'il a d'ailleurs donnée ici même il y a près de trois ans, M. Corrigan n'a-t-il pas passé en revue les différents aspects de la question, avec la précision et la concision qui lui sont coutumières?

J'irai donc à l'essentiel. S'il est vrai que la mondialisation et la déréglementation ont permis aux marchés financiers de faire des gains importants sur le plan de la compétitivité et, par conséquent, de l'efficacité économique, il est à craindre que le risque se soit accru aussi au sein du système, comme les institutions financières se sont mises à explorer de nouveaux créneaux commerciaux.

On s'est beaucoup intéressé ces derniers temps à la croissance fulgurante en volume et en diversité enregistrée par les produits financiers dérivés, comme les swaps et les options. Il ne fait aucun doute que, pour une entreprise, le recours aux produits dérivés peut faciliter la gestion et, par conséquent, la réduction des risques qu'elle court, puisqu'il permet d'adapter les risques au profil particulier de chacune. Cependant, d'importantes questions tout à fait légitimes subsistent quant à la façon dont les risques se transmettent au sein du système financier. On ne sait pas trop en particulier comment les marchés de produits financiers dérivés sont susceptibles de se comporter en période de tensions et quelles peuvent être les répercussions systémiques de pressions s'exerçant sur ces marchés. Si cela n'est pas aussi clair que ce devrait l'être, c'est qu'il a été difficile jusqu'à maintenant d'évaluer la nature exacte des liens qui existent entre les instruments, les institutions et les différentes instances en matière de réglementation, d'estimer les possibilités que des tensions se fassent sentir sur les marchés et de prévoir les types d'exposition au risque qui pourraient se manifester en période d'agitation.

Comme M. Corrigan l'a fait remarquer, tout ceci rend la tâche beaucoup plus ardue.

Dans le même ordre d'idées, tous ici conviendront sûrement du bien-fondé du point de vue exprimé il y a quelques années par Preston Martin, alors qu'il était vice-président du Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale, et selon lequel déréglementation (c'est-à-dire l'élimination de certaines des restrictions qui limitent le champ d'activité des institutions financières) ne rime pas avec absence de surveillance. Quant au type et au degré de surveillance prudentielle appropriés, ce sont des sujets qui méritent une attention particulière.

J'ai déjà indiqué que la Banque du Canada n'a pas de pouvoir de surveillance. Je devrais toutefois préciser qu'elle entretient des liens très étroits avec les autorités en matière de surveillance, ce qui est tout à fait logique, étant donné qu'elle exerce les fonctions de prêteur de dernier ressort dans le système. Autrement dit, bien qu'il ne soit peut-être pas nécessaire que la banque centrale participe directement à la surveillance des institutions financières, il est difficile de concevoir comment elle pourrait efficacement jouer son rôle de prêteur de dernier ressort et, parallèlement, faciliter le règlement final des paiements, si elle ne possédait pas une connaissance approfondie des questions et des considérations de prudence liées au système financier. Dans le cas de la Banque du Canada, des mécanismes statutaires ont été mis en place afin de lui permettre d'acquérir cette connaissance.

La contribution particulière que la Banque du Canada peut apporter à la question des risques inhérents au système financier tient à l'expertise qu'elle possède dans le domaine des paiements et des systèmes de paiement. Comme je l'ai fait valoir précédemment, la Banque du Canada, à l'instar de toutes les autres banques centrales, fournit les moyens ultimes de règlement au système financier. Elle ne doit donc pas chercher à se dérober à la tâche, car, au bout du compte, c'est sur elle que retombera la responsabilité.

Au début de mes observations, j'ai également mentionné l'importance de la conception de bons mécanismes ou d'une prévention efficace. Une évidence s'est imposée à nous à cet égard dans nos efforts pour régler différentes questions liées aux paiements, à la compensation et au règlement des transactions sur titres de dette ainsi qu'à la compensation des opérations sur devises, et c'est qu'il est nécessaire de comprendre très clairement la nature des risques assumés au sein de ces systèmes et de savoir qui les assume, consciemment ou non.

Cette compréhension ne s'acquiert pas nécessairement du jour au lendemain, ni dans le secteur privé ni au sein des organismes de réglementation. Néanmoins, la Banque du Canada a cherché systématiquement à savoir si les facteurs de risque que comportaient les arrangements envisagés étaient suffisamment bien compris et pris en considération. Elle s'est rendu compte que, si les facteurs de risque pour chaque institution prise séparément étaient bien compris, il n'en allait pas de même des risques pouvant mettre en danger l'ensemble du système. Peut-être croyait-on que les difficultés se présentant à cette échelle seraient assumées par le prêteur de dernier ressort? Il n'est pas impossible qu'elles le soient, le cas échéant, mais il reste que la banque centrale est bien la dernière institution à souhaiter que les systèmes soient conçus dans une telle optique.

Cela reviendrait à introduire un risque moral et à encourager la négligence. C'est pourquoi la Banque du Canada, en plus de chercher à s'assurer que les systèmes fonctionnent correctement, s'est appliquée à faire en sorte que ceux-ci limitent adéquatement les risques, en veillant de préférence à ce que des mesures incitatives visant à réduire les risques y soient incorporées.

Je suis heureux de vous signaler que de grands progrès ont été faits, pendant l'élaboration des nouveaux systèmes, dans la prise de conscience des risques potentiels; de manière plus générale, on comprend beaucoup mieux la nécessité de se protéger contre ce qui peut survenir quand les choses tournent mal.

À cet égard, l'attention accrue que les institutions financières prêtent depuis quelque temps à la question du risque de contrepartie est un élément dont il y a lieu de se réjouir. L'existence de ce type de risque a été mise en évidence par une augmentation considérable du recours aux produits financiers dérivés.

Un autre signe qui témoigne d'une meilleure perception des risques est le fait que les institutions financières accordent de plus en plus d'importance à leur niveau de capitalisation. Pour qui a été témoin comme moi de l'établissement, sous les auspices du Comité des gouverneurs des banques centrales du groupe des Dix et de la Banque des Règlements Internationaux, de normes en matière de suffisance de capital pour les banques à vocation internationale, il est effectivement très satisfaisant de constater que, dans l'ensemble, ces normes minimales sont non seulement respectées, mais dépassées à l'heure actuelle par la grande majorité des banques qui oeuvrent à l'échelle internationale. Cette évolution s'explique sans aucun doute par le fait que les marchés eux-mêmes attachent maintenant plus de prix à la question de la suffisance du capital, ce qui constitue une attitude constructive, en particulier dans un climat de déréglementation.

J'ai déjà mentionné la BRI en passant, et je m'en voudrais de ne pas souligner l'importance de la contribution que celle-ci apporte, en étroite collaboration avec les banques centrales et d'autres organismes de surveillance dans le monde, à l'élaboration et à la promotion de techniques et de normes de contrôle prudentiel qui facilitent notre adaptation à un paysage financier en pleine transformation. L'esprit de concertation qu'elle imprime à cet effort international - en particulier lorsqu'il s'applique à l'élaboration de normes qui commandent l'adhésion générale - rend la tâche des banques centrales, des

organismes de réglementation et des organismes de surveillance beaucoup moins difficile qu'elle ne pourrait l'être.

* * * * *

Mes conclusions seront brèves.

J'aimerais d'abord revenir sur la question des politiques monétaires nationales et vous rappeler encore une fois l'importance que revêt le maintien d'un climat monétaire non inflationniste pour la bonne tenue durable d'une économie de marché. Le fait que la stabilité des prix favorise l'obtention de taux de change qui se comportent relativement bien et de taux d'intérêt qui restent bas sur toute la gamme des échéances donne encore plus de poids aux arguments en faveur d'une telle stabilité. J'ajouterai en dernier lieu que la stabilité monétaire et le maintien de la confiance dans la valeur future de la monnaie se traduiront par une amélioration générale du fonctionnement des systèmes financiers nationaux et des liens internationaux qui unissent ces systèmes entre eux. Cela en soi favorise une meilleure tenue de l'économie tout en facilitant la tâche en matière de contrôle prudentiel.