

---

Exposé prononcé devant le  
Comité permanent de la Chambre des communes  
sur les finances, le commerce et les questions économiques  
par M. Gerald K. Bouey,  
Gouverneur de la Banque du Canada  
le mardi 16 mai 1978

---

Je crois comprendre, Monsieur le Président, que vous m'avez invité à me présenter aujourd'hui devant votre Comité, principalement pour que je réponde aux questions que le Comité peut se poser au sujet de l'évolution récente du marché des changes. Si le Comité croit que cela peut être utile, je ferai un bref exposé en guise d'introduction.

Les membres du Comité savent sans doute que la politique relative aux opérations du Fonds des changes est du ressort du gouvernement, tandis que la Banque du Canada, à titre d'agent financier du gouvernement effectue les opérations elles-mêmes. Ce rôle nous amène naturellement à agir comme conseiller en la matière. Je voudrais vous exposer mon point de vue sur deux questions qui intéresseront votre Comité: d'abord, sur la nature du problème qui se pose depuis quelque temps sur le marché des changes; ensuite, sur le type de régime de change que nous pratiquons dans notre pays.

J'aimerais en premier lieu dire un mot de la situation sous-jacente de notre balance des paiements. Notre compétitivité s'est considérablement améliorée par suite de certains ajustements importants qui

LIBRARY FILE COPY  
EXEMPLAIRE DE LA BIBLIOTHÈQUE

se sont produits dans notre économie au cours des trois dernières années. La tenue de nos coûts s'est améliorée, le taux d'accroissement des revenus nominaux ayant été ramené à un niveau voisin de celui des Etats-Unis; nous en sommes venus à régler plus efficacement la croissance des dépenses publiques; la masse monétaire est assurément bien en mains et, enfin, le taux de change a subi un ajustement considérable, qui comporte une amélioration importante de notre position concurrentielle si nous réussissons à atténuer les retombées de l'ajustement sur les coûts et les prix. Notre balance commerciale s'est déjà considérablement améliorée. En dépit de l'accroissement continu du déficit de la balance des invisibles, il est permis de prévoir que le déficit du compte courant de notre balance des paiements diminuera par rapport au niveau de l'an dernier. Au chapitre des mouvements de capitaux, il convient de mentionner que les provinces et d'autres agents économiques recommencent à emprunter des sommes considérables à l'étranger, après une brève période de ralentissement durant les premiers mois de l'année.

Cette image n'est pas celle d'un pays en proie à un grave problème de balance des paiements. Au contraire, la situation fondamentale de la balance des paiements s'est améliorée, et continue de s'améliorer, pour les raisons que je viens de mentionner. Mais il est vrai que nous avons éprouvé des difficultés. L'accalmie d'il y a quelques mois au

chapitre des emprunts à l'étranger a coïncidé avec une période où les facteurs saisonniers affaiblissaient notre compte courant et où la faiblesse généralisée du dollar américain influait peut-être sur les attitudes à l'endroit de notre propre devise. Au bout d'un certain temps, l'affaiblissement progressif du dollar canadien devint lui-même l'aspect le plus important du problème, car il commençait à inspirer de réelles inquiétudes quant à la valeur de notre devise à brève échéance. L'accroissement rapide des dépôts en devises étrangères des résidents canadiens, qui transformaient des avoirs en dollars canadiens, témoigne de cette inquiétude, tout comme les rumeurs - évidemment dénuées de tout fondement - qui ont circulé au sujet de l'imposition d'une réglementation des changes.

Comment résoudre un problème de cette nature, problème découlant essentiellement d'un manque de confiance? Sûrement pas, à mon avis, en se croisant les bras pour laisser fléchir le dollar canadien aussi loin que pouvaient l'entraîner les forces du marché, elles-mêmes imprégnées d'inquiétudes et de craintes au sujet de l'avenir immédiat de notre devise. Même si le régime des changes flottants comporte un grand nombre d'avantages et constitue, à toutes fins pratiques, le seul régime capable de fonctionner dans le contexte mondial actuel, on ne saurait attendre des forces du marché qu'elles évitent de mener trop loin un ajustement du cours d'une monnaie qui se produirait dans un climat où s'amenuiserait de plus en plus la confiance. Une attitude passive nous aurait entraînés dans

l'impasse suivante : plus la dépréciation aurait été forte, plus elle aurait eu d'impact sur nos prix et nos coûts, aggravant d'autant le risque de compromettre les progrès que nous avons accomplis au cours des trois dernières années. Nous ne voulons pas que se crée une situation où une baisse du taux de change entraînerait une aggravation de l'inflation qui, à son tour, provoquerait une nouvelle dépréciation; bref, un cercle vicieux.

Comme je l'ai déjà mentionné, il était évident que le problème de balance des paiements du Canada n'était pas grave au point d'exiger l'application de mesures draconiennes comme celles auxquelles il faut habituellement recourir lorsque le problème provient d'une demande excessive qui surchauffe l'économie. Il n'était pas nécessaire non plus de prendre des mesures sévères visant à défendre un taux de change fixé à un niveau quelconque.

La meilleure façon de régler le problème de confiance qui se posait sur le marché des changes tout en évitant, autant que possible, de nuire à l'activité économique interne consistait à donner l'assurance que les entrées de capitaux seraient maintenues à un niveau suffisant pour financer le déficit de la balance courante, puisque, de toute évidence, ce déficit ne pouvait être éliminé du jour au lendemain. Cet objectif pouvait être réalisé de différentes façons. Premièrement, le gouvernement pouvait assumer lui-même la tâche d'aller puiser sur les marchés étrangers

une partie des capitaux nécessaires et prendre des dispositions qui démontreraient à coup sûr qu'il était en mesure de les obtenir. C'est dans ce but qu'il est allé emprunter à l'étranger et qu'il a mis en place des mécanismes lui donnant accès à d'importantes lignes de crédit. En second lieu, la Banque du Canada pouvait prendre des mesures pour hausser quelque peu les taux d'intérêt à court terme par rapport à ceux pratiqués à l'étranger.

C'est un peu à contrecœur que la Banque du Canada a relevé son taux d'escompte en mars et en avril puisque, dans le cours normal des choses, ni la situation de l'économie canadienne ni le rythme récent de l'expansion monétaire ne semblaient nécessiter une augmentation sensible des taux d'intérêt à court terme au Canada. Toutefois, je pense qu'il valait la peine d'éviter une baisse excessive du taux de change comportant des conséquences inflationnistes, même au prix d'une certaine hausse -- du moins temporaire -- des taux d'intérêt à court terme.

Les mesures prises ont eu pour effet, d'une part, de rétablir dans la population le sentiment que l'on ne laissera pas le dollar s'effondrer et, d'autre part, de sauvegarder notre régime de taux flottant, lequel fonctionne dans un cadre qui a été, du moins pour l'instant, modifié par les emprunts du gouvernement fédéral.

J'aimerais maintenant vous exposer brièvement de quelle manière fonctionne notre régime des changes. A ce chapitre, je voudrais tout d'abord faire remarquer qu'aucun régime des changes ne fonctionne en

vase clos. Tout régime des changes s'insère dans le cadre d'un ensemble de politiques économiques, qui comprennent des politiques monétaires et budgétaires, de même que des politiques relatives au montant des réserves de change dont dispose un pays et au volume des réserves qu'il peut se procurer rapidement. Tous ces facteurs exercent une influence sur l'évolution du taux de change, quel que soit le régime en vigueur.

L'éventail des régimes de change possibles est très vaste; mais l'on s'entend en général pour définir un taux de change "fixe" comme un taux déclaré, sujet à de faibles fluctuations dans un sens ou dans l'autre (ce taux déclaré peut être modifié de temps à autre par étapes); tous les autres régimes sont des régimes de taux "flottant". L'expression "flottant" n'indique pas que les autorités n'ont pas le droit d'influer sur le cours du change; elle signifie cependant qu'en général cette influence s'exerce surtout par le biais de modifications apportées à la conjoncture qui constitue le cadre de fonctionnement du marché.

La gamme des régimes de taux de change "flottant" s'étend en principe du régime où le taux flotte librement sans que les autorités monétaires n'achètent ou ne vendent de devises sur le marché à celui où l'intervention directe peut être si grande qu'elle peut, à l'occasion et pendant un certains laps de temps, empêcher pratiquement toute variation du taux. Ce que nous voyons à l'heure actuelle de par le monde, ce sont des pays qui, selon les circonstances, appliquent un régime qui se situe à l'intérieur de cette gamme.

En règle générale, on peut dire que si le dosage de la politique monétaire, de la politique budgétaire et des autres politiques économiques est conforme à la conjoncture de l'économie nationale - compte tenu de l'objectif consistant à stimuler l'expansion économique tout en maîtrisant l'inflation - le taux de change tend, sous l'influence des forces du marché, à s'établir dans des limites appropriées. Les modifications de la conjoncture économique, tant au Canada qu'à l'étranger, de même que l'ajustement de l'un ou l'autre des leviers de la politique économique peuvent - et souvent devraient - engendrer une variation du taux de change. Tant que ce taux est déterminé à l'intérieur du cadre global des politiques par les forces du marché, toute intervention directe des autorités sur le marché des changes visera normalement à atténuer les fluctuations à court terme du taux de change et non à en modifier la tendance fondamentale.

L'ampleur et les modalités des opérations d'intervention sont une affaire de jugement, mais en général plus le taux est instable plus forte est l'intervention. Dans la plupart des cas, il est possible d'intervenir sur le marché tout en adoptant une attitude agnostique au sujet du niveau du taux de change. Plusieurs stratégies sont possibles. Ainsi, on peut intervenir sur une échelle relativement restreinte et pratiquer une intervention symétrique en ce sens qu'on oppose une résistance égale aux baisses ou aux hausses de même ampleur du taux de change. Il s'ensuit que les réserves de change diminuent quand le taux de change s'affaiblit, qu'elles

s'accroissent quand le taux de change se renforce et, finalement, qu'elles n'ont guère varié, en termes nets, lorsque le taux est revenu à son point de départ. En fait, telle a été la stratégie suivie la plupart du temps par le Canada au cours des deux périodes de l'après-guerre durant lesquelles il a pratiqué le régime de taux flottants - de 1950 à 1962, puis de 1970 à ce jour - et je crois que cela a bien fonctionné.

Il ne faudrait pas conclure de ce qui précède qu'une telle stratégie va se révéler adéquate dans des situations exceptionnelles. Comme je l'ai déjà fait remarquer, des observations faites au Canada et dans d'autres pays démontrent que les fluctuations considérables du taux de change sur des périodes relativement courtes tendent à produire elles-mêmes des attentes démesurées relativement à l'évolution future du taux et peuvent aussi donner lieu à des opérations spéculatives d'ampleur exceptionnelle. Dans ces circonstances, le marché des changes attend de plus en plus que les autorités donnent une certaine idée des limites que peut atteindre un déplacement du cours. En effet, il semble que le marché s'attende à ce que les autorités prennent à un certain moment des mesures du genre de celles qu'elles emploient d'habitude pour défendre un taux fixe. Il peut se produire une situation plutôt curieuse où les autorités continuent de vouloir laisser les forces du marché déterminer le cours de la monnaie, tandis que le marché cherchera de plus en plus à savoir jusqu'où les autorités le laisseront aller avant d'intervenir. Il peut donc arriver un moment où les autorités n'ont guère d'autre choix que de s'engager activement.



Les autorités peuvent adopter divers modes d'action lorsqu'elles estiment que le cours du change se déplace trop et à un rythme trop rapide. Elles peuvent influencer sur la conjoncture dans laquelle le marché évolue en modifiant le cadre des politiques économiques : elles peuvent, par exemple, provoquer un ajustement des taux d'intérêt à court terme. Elles peuvent également modifier l'ampleur et le profil de leurs interventions sur le marché de façon à offrir une résistance accrue à mesure que le cours du change se déplace. Si elles prennent de pareilles mesures à une époque où le change s'affaiblit, les réserves diminueront davantage à chaque nouvelle baisse du taux de change; le taux de change continuera de flotter, mais il se heurtera à une plus grande résistance à mesure qu'il flottera à la baisse.

Une diminution des réserves de change peut être perçue comme un élément complémentaire des entrées de capitaux, puisque le gouvernement alimente le marché en devises étrangères en achetant des dollars canadiens. Pour ce faire, le gouvernement peut utiliser ses réserves de change ou encore acquérir des réserves additionnelles au moyen d'emprunts à l'étranger.

A moins que le Fonds des changes n'inonde le marché à un cours donné afin d'empêcher que le taux de change ne se déplace davantage - ce qu'il n'a pas fait - l'opinion du marché continue de jouer un rôle important dans la détermination du cours du dollar, car celui-ci peut toujours

évoluer avec le temps. La possibilité qu'ont les autorités d'intervenir plus activement sur le marché et d'y injecter des devises étrangères ainsi que les moyens dont elles disposent pour ce faire sont évidemment de nature à influencer l'opinion que se fait le marché au sujet du niveau du taux de change qui fera l'équilibre entre l'offre et la demande de devises. Lorsque le marché sera de nouveau fermement convaincu qu'il ne se produira pas d'évolution exagérée du cours du dollar canadien, il est bien possible que les interventions énergiques ne soient plus nécessaires et que le marché des changes fonctionne davantage suivant les normes auxquelles nous sommes habitués.