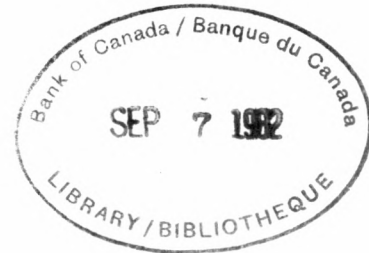


FONDATION PER JACOBSSON  
CONFÉRENCE DE 1982



POLITIQUE MONÉTAIRE - À LA RECHERCHE D'UN POINT D'ANCRAGE

---

par Gerald K. Bouey  
Gouverneur de la Banque du Canada

Toronto, Canada  
le 5 septembre 1982

---

Conférence prononcée  
sous les auspices de la  
Fondation Per Jacobsson  
par Gerald K. Bouey  
Gouverneur de la Banque du Canada  
à Toronto, Canada  
le 5 septembre 1982

---

## POLITIQUE MONÉTAIRE - À LA RECHERCHE D'UN POINT D'ANCRAGE

Les dirigeants des banques centrales sont constamment à la recherche de guides plus fiables dans la conduite de la politique monétaire que ceux dont ils disposent. Cette attitude s'explique en partie par le désir de ces banquiers de trouver un point d'ancrage, une position où ils pourraient mieux résister aux pressions constantes que de nombreux secteurs exercent continuellement en faveur d'une politique monétaire plus expansionniste et d'une baisse des taux d'intérêt, sans faire grand cas de la conjoncture économique. Les politiques de limitation de l'expansion monétaire n'ont jamais été populaires. J'ai toujours eu beaucoup moins de difficultés à convaincre les gens que la politique monétaire aurait dû être plus restrictive à un moment donné, dans le passé, qu'à les convaincre de la nécessité d'adopter une politique plus restrictive dans le présent. La tentation de remettre la discipline financière à plus tard est toujours forte. Il n'est donc pas surprenant que les dirigeants des banques centrales aient éprouvé un tel besoin de trouver un critère objectif, qui les aiderait à déterminer et à expliquer l'orientation qu'ils devraient donner à la politique monétaire.

La plupart des observations que je vais faire aujourd'hui ont trait davantage à l'amélioration progressive du cadre théorique dans lequel se font les choix de politiques monétaires qu'à des politiques spécifiques. Mais au cours de la dernière décennie, les dirigeants des banques centrales ont tiré de l'expérience quelques rudes leçons sur le degré de résistance qu'il convient d'opposer à l'inflation. Je me propose de dire aussi quelques mots sur ce sujet.

Par la force des choses, les commentaires que je ferai sur ces questions seront dans une large mesure le reflet de l'expérience vécue au Canada, mais je sais fort bien que des problèmes assez semblables à ceux qui se sont posés ici, des défis assez semblables à ceux que nous avons dû relever au Canada, ont existé dans d'autres pays. Aussi, je pense que les remarques que je vais vous livrer présentent des liens assez directs avec les situations qu'ont connues d'autres pays.

Comme vous vous en êtes probablement rendu compte, j'utilise, pour les besoins de cet exposé, l'expression "banque centrale", dans son sens abstrait, et l'expression "politique monétaire" presque comme des synonymes. Je me propose de vous entretenir de la façon dont la politique monétaire est formulée et non de l'endroit où elle est formulée.

Je n'ignore naturellement pas que, ce faisant, je néglige toute la question du degré d'indépendance dont doit jouir la

banque centrale dans la structure gouvernementale et dans le cadre de la politique des pouvoirs publics. Ce sujet a été traité avec un doigté et une compétence remarquables par mon prédécesseur et ami, Louis Rasminsky, à la conférence qu'il a prononcée à Rome en 1966 sous les auspices de cette Fondation. A cette occasion, M. Rasminsky faisait ressortir les avantages des mécanismes qui donnent à la banque centrale, à l'intérieur de la structure gouvernementale, une indépendance suffisante pour permettre à cet organisme d'assumer la responsabilité de la politique monétaire, et ce, tout en laissant clairement aux élus du peuple à la fois la responsabilité finale de la politique monétaire et les moyens nécessaires pour assumer cette responsabilité.

Avant de continuer, j'aimerais faire quelques brèves remarques sur le rôle que la politique monétaire devrait jouer dans un pays industriel comme le Canada.

L'institution que je représente est régie par une loi du Parlement, dont le préambule décrit dans les termes suivants le rôle de la politique monétaire :

"Considérant qu'il est opportun d'établir une banque centrale au Canada pour régler le crédit et la monnaie dans le meilleur intérêt de la vie économique de la nation, pour contrôler et protéger la valeur extérieure de l'unité monétaire nationale et pour mitiger, par son influence, les fluctuations du niveau général de la production, du commerce, des prix et de l'emploi de la main-d'oeuvre, autant que possible dans le cadre de l'action monétaire, et généralement pour favoriser la prospérité économique et financière du Dominion (...)"

Cette description, qui date du milieu des années 30, me semble encore très juste. Le législateur reconnaît dans ce préambule que la politique monétaire devrait se préoccuper principalement de questions macro-économiques et non du fonctionnement de secteurs particuliers de l'économie. Il reconnaît aussi, dans l'important membre de phrase "autant que possible dans le cadre de l'action monétaire", que la mesure dans laquelle on peut efficacement poursuivre avec des moyens monétaires les objectifs économiques mentionnés comporte des limites.

Cette remarque mérite qu'on s'y attarde. Lorsqu'on parle de politique monétaire, il est important d'avoir, au départ, une idée aussi claire que possible de ce que l'on est fondé à attendre de la politique monétaire et de ce qu'il ne faut pas en attendre.

Une des caractéristiques du système économique des pays industriels comme le nôtre réside dans l'importance considérable que revêt la décentralisation de la prise de décisions. Ce qui rend possible cette décentralisation, c'est l'existence d'un secteur privé relativement important et très diversifié et l'utilisation des mécanismes de marché. Dans les sociétés de ce type, les pouvoirs publics doivent, dans la gestion de l'économie, s'en

remettre principalement à la stratégie consistant à influencer le cadre dans lequel fonctionnent les marchés et n'utiliser qu'avec parcimonie, ou dans des cas exceptionnels seulement, les contrôles directs, le rationnement ou plus généralement tout autre mode de répartition de caractère administratif. La politique monétaire a pour rôle, dans ces pays, d'essayer d'amener la masse monétaire à croître à un rythme qui favorise le bon fonctionnement de l'économie de marché.

Il ne doit plus faire de doute maintenant que, dans les pays à économie de marché, l'existence d'une monnaie qui inspire confiance est une des conditions essentielles de la bonne tenue de l'économie sur longue période. Aussi la politique monétaire doit-elle accorder une grande priorité à la préservation de la valeur de la monnaie. Il est donc indispensable de reconnaître que l'aptitude de la politique monétaire à réagir à des situations particulières est limitée par cet objectif à long terme.

Il découle de la responsabilité que doit assumer la banque centrale qu'un grand nombre de problèmes économiques débordent le cadre de l'action monétaire. Il existe un grand nombre de problèmes économiques qu'on ne peut régler efficacement en imprimant tout simplement des billets, et l'on aurait tort d'essayer de les résoudre de cette façon. Si une économie de marché ne fonctionne pas bien lorsque la masse monétaire augmente à un

rythme compatible avec le maintien, ou la recherche, de la stabilité de la valeur de la monnaie, la solution qui s'impose est de déterminer les vraies causes des problèmes et de s'y attaquer.

Une des questions qui débordent le champ d'application de la politique monétaire, et dont je voudrais tout particulièrement vous parler, est celle du degré de souplesse avec laquelle l'économie réagit aux forces qui s'exercent sur elle, notamment à l'influence de la politique monétaire. Je me propose de revenir à cette question au moment où je discuterai du problème particulier de la réduction du taux d'inflation. Je me contenterai de mentionner pour l'instant que, compte tenu de la portée limitée de la politique monétaire, celle-ci ne peut par elle-même garantir le bon fonctionnement de l'économie. Comme on dit souvent, une bonne politique monétaire est une condition nécessaire, mais pas une condition suffisante.

Dans ces circonstances, comment une banque centrale procède-t-elle pour déterminer la façon de poursuivre une "bonne" politique monétaire, une politique qui exercera une influence appropriée sur la dépense globale? Le restant de mes commentaires est consacré à l'examen des guides qui ont été utilisés pour faire face à ce problème au Canada. Je vous parlerai donc

de la façon dont la théorie et la pratique ont évolué depuis que j'oeuvre dans le domaine de la banque centrale, de ce que nous avons appris et des difficultés auxquelles nous avons dû faire face.

Si un grand nombre de choses ont changé au fil des ans, le point de vue essentiel sur la manière dont fonctionne la politique monétaire, c'est-à-dire le processus par lequel elle produit ses effets ultimes sur l'économie, n'a pas changé : les taux d'intérêt constituent toujours le fer de lance de la politique monétaire. Au chapitre de la politique, on a toujours pensé, et on pense encore, que la grande question est de savoir dans quel sens et dans quelle mesure la banque centrale doit agir sur l'évolution des taux d'intérêt à court terme. Il est très difficile de répondre à cette question en raison de la complexité du processus par lequel les taux d'intérêt influencent la dépense globale.

Si l'on examine l'expérience canadienne en matière de politique monétaire, on peut distinguer trois périodes. La première est celle des taux d'intérêt peu élevés et stables qui a suivi la création de la Banque du Canada en 1935. Le début des années 50 marque le commencement de la période suivante, durant laquelle la politique monétaire a joué un rôle plus actif. Enfin, l'utilisation des cibles monétaires à partir de 1975 est le trait dominant de la troisième période.



Durant les années difficiles de la crise, la banque centrale devait de toute évidence s'efforcer de maintenir les taux d'intérêt à un bas niveau, car l'économie avait besoin d'être stimulée, et il n'y avait aucun risque d'inflation. Pendant la Deuxième Guerre mondiale, la politique financière du gouvernement reposait également sur le faible niveau des taux d'intérêt, mais elle s'accompagnait alors de toute une série de contrôles directs. Bien qu'il se soit produit au lendemain de la guerre une hausse marquée des prix, la crainte générale que les années de guerre ne se révèlent en définitive qu'un intermède dans une longue période de dépression économique a grandement contribué à empêcher les anticipations inflationnistes de se développer, de sorte que les taux d'intérêt se sont maintenus à de bas niveaux. Tout le long des quinze premières années d'existence de la Banque du Canada, soit de 1935 à 1950, le taux officiel d'escompte - ou le taux minimum auquel la Banque consent ses avances - n'a été modifié qu'une seule fois; c'était en 1944, année où il est passé de  $2\frac{1}{2}$  % à  $1\frac{1}{2}$  %. À cette époque, le taux d'expansion monétaire s'établissait au niveau qu'exigeait le maintien de faibles taux d'intérêt. Dans ces circonstances, on n'accordait guère d'intérêt aux statistiques de la masse monétaire, même si celles-ci étaient déjà régulièrement publiées.

Une autre raison pour laquelle on a suivi une politique de taux d'intérêt peu élevés durant les premières années de

l'après-guerre est que l'on avait tendance à s'appuyer beaucoup plus sur la politique budgétaire comme mécanisme de stabilisation économique que sur la politique monétaire. Peut-être vous souvenez-vous qu'à l'époque les gens ne croyaient guère que les variations des taux d'intérêt pouvaient agir de façon efficace sur l'évolution de la dépense globale à court terme, mais cette attitude reposait sur l'observation de phénomènes reliés à des variations des taux d'intérêt qui semblent maintenant extrêmement faibles. Et si des pressions s'exerçaient sur le taux de change, elles étaient contenues par d'autres moyens et elles n'empiétaient pas sur la politique monétaire.

Au cours des années 50, la politique monétaire a changé d'orientation et a commencé à jouer un rôle plus actif dans la stabilisation du cycle économique. Au départ, ce changement d'orientation était dû à la tendance à se surchauffer manifestée par l'économie durant la guerre de Corée. Avec le temps, il devint aussi une conséquence des vues de plus en plus ambitieuses qu'on avait au Canada et à l'étranger au sujet des niveaux de performance qu'une bonne politique économique peut permettre d'atteindre.

Compte tenu du rôle plus actif que jouait dès lors la politique monétaire, il ne suffisait plus d'envisager les objectifs de la politique seulement en fonction des taux

d'intérêt, en partie parce que des contraintes d'ordre institutionnel ou légal rendaient un grand nombre de ces taux inélastiques ou même rigides. De plus, les autorités étaient très peu disposées à laisser les taux d'intérêt enregistrer de fortes fluctuations, de sorte que les mesures d'ordre monétaire ont été renforcées à maintes reprises par la persuasion morale, ce qui incitait à un rationnement du crédit par des moyens autres que le prix. On peut donc dire que, durant la majeure partie de la période allant de 1950 à 1975, la politique monétaire a été conçue et appliquée dans un cadre plus large, que nous appelions les "conditions de crédit", et qui couvrait à la fois la disponibilité et le coût du crédit.

Comme les banques étaient les principales institutions de prêt au Canada, influencer la conjoncture du crédit équivalait dans une très large mesure à influencer la capacité et le désir des banques de consentir des prêts. À cette époque, la gestion du passif n'était pas encore pratiquée sur grande échelle par les banques, et le montant des liquidités détenues par le système bancaire était considéré comme l'un des facteurs déterminants de la disponibilité du crédit bancaire. Aussi la Banque du Canada avait-elle tendance à accorder, dans sa gestion monétaire, une très grande importance au rythme auquel les banques achetaient ou vendaient des avoirs liquides.

En dépit de l'optimisme avec lequel certains milieux considéraient les niveaux de performance que la gestion économique pouvait permettre d'atteindre, le processus quotidien de prise de décisions dans le domaine monétaire ne ressemblait en rien aux pratiques d'une science exacte. Je me souviens même qu'à un moment donné nous disions que nous procédions par essais et erreurs, mais comme personne ne voulait que le terme "erreurs" figure dans une description de la politique de la banque centrale, nous avons rapidement adopté l'expression plus élégante d'"approximations successives" lorsque la notion a fait son apparition chez nos voisins du sud.

Voici en quels termes la Banque du Canada décrivait ce processus lors des audiences tenues en 1962 par la Commission royale d'enquête sur le système bancaire et financier :

"Il n'existe évidemment aucune formule qui permette à la banque centrale de savoir quelles sont les conditions de crédit les plus convenables, ni quel niveau de réserves de caisse il faudrait pour les réaliser. Dans une très large mesure, elle doit procéder par approximations successives, en modifiant constamment ses opérations à la lumière de tous les renseignements qu'elle peut obtenir sur l'évolution de la situation économique, au fur et à mesure que les données à cet effet deviennent disponibles."

À cette époque, la Banque a indiqué qu'elle croyait préférable d'éviter une dépendance excessive vis-à-vis de la politique monétaire à cause des effets secondaires peu souhaitables que

cette dernière pouvait avoir. Au nombre de ces effets figuraient, d'une part, l'incidence inégale qu'avaient sur diverses catégories d'emprunteurs les taux d'intérêt élevés et le rationnement du crédit par des moyens autres que le prix et, d'autre part, les répercussions de la volatilité des taux d'intérêt sur les marchés financiers, sur la situation financière du pays par rapport à l'étranger et sur la stabilité du taux de change. Cette conception du rôle de la politique monétaire impliquait que le fardeau de la stabilisation devait continuer d'être porté en grande partie par d'autres politiques économiques, la politique budgétaire en particulier. La Commission royale d'enquête sur le système bancaire et financier a émis en 1964 sur ce sujet une opinion similaire :

"La politique monétaire n'est sûrement pas assez puissante pour s'en charger toute seule en faisant varier les conditions de crédit dans toute la mesure raisonnablement possible, même en faisant abstraction des empêchements internationaux à l'employer pleinement."

Bien qu'une grande attention ait été accordée à ce moment-là aux conditions de crédit, l'évolution de la masse monétaire n'était pas complètement négligée. Il y a eu en effet des périodes, au cours des années 50 et 60, où la croissance rapide des agrégats monétaires au sens large a été un motif d'inquiétude, mais on ne disposait pas de relations bien établies susceptibles d'aider à interpréter l'évolution de ces agrégats.

Vers la fin des années 60, l'abolition des restrictions relatives aux taux d'intérêt contenues jusque-là dans la législation bancaire et ailleurs a donné aux taux d'intérêt canadiens une plus grande flexibilité, qui s'est révélée d'une importance capitale à la lumière de l'évolution subséquente du loyer de l'argent sur les marchés internationaux. Dès lors, le rationnement du crédit par des moyens autres que le prix, ou la disponibilité du crédit, a perdu beaucoup de son importance, et l'expression "conditions de crédit" en est venue vraiment à désigner les taux d'intérêt.

Cette approche générale de la politique monétaire a donné d'assez bons résultats pendant la majeure partie de la période comprise entre 1950 et 1970. Bien que la politique économique ait eu tendance à engendrer des niveaux de demande globale de plus en plus élevés au sommet de chaque cycle, elle n'a pas eu à faire face à de graves difficultés tant que le public ne s'attendait qu'à de brèves poussées d'inflation. À cet égard, la discipline imposée par les taux de change fixes a sans aucun doute contribué à faciliter les choses pendant quelque temps. Mais les pressions croissantes que les politiques expansionnistes ont exercées sur les prix ont graduellement sapé la confiance que les gens avaient dans la volonté des autorités de maintenir la stabilité des prix et créé chez eux le sentiment que les risques de continuation de l'inflation étaient désormais plus élevés.

Durant la récession survenue au début des années 70, la politique monétaire a été orientée de façon à amener les taux d'intérêt à des niveaux relativement bas. La politique budgétaire a adopté aussi une orientation expansionniste. C'était là le modèle habituel, mais comme cette fois-ci presque tous les pays industrialisés étaient dans la même phase du cycle économique, leurs politiques se sont mutuellement renforcées pour produire une expansion économique vigoureuse et synchronisée. L'une des raisons pour lesquelles les autorités monétaires étaient disposées à appliquer des politiques expansionnistes à cette époque tenait au fait que le système de taux de change fixes de Bretton Woods était en train de s'effondrer. Aucun pays ne voulait d'un accroissement des taux d'intérêt qui se traduirait par une forte appréciation de sa monnaie de peur qu'une détérioration de sa position concurrentielle sur un marché international déjà perturbé ne vienne entraver inutilement la reprise économique. Le vieux problème de la dévaluation du taux de change à des fins de concurrence est apparu de nouveau temporairement, mais sous un jour différent. La différence est que la concurrence visait cette fois-ci à éviter une appréciation des taux de change. L'inquiétude au sujet des taux de change l'emporta manifestement sur celle qu'inspiraient les risques d'inflation. Je suis tenté de croire que ce phénomène est l'une des principales raisons qui expliquent que l'inflation ait éclaté avec une telle vigueur cette fois-ci, comparativement à ce qu'on



avait observé pendant les reprises précédentes des temps de paix. Il est bon de se rappeler que la situation que je viens de décrire a précédé la flambée des prix internationaux du pétrole de 1973, qui a constitué un choc inflationniste additionnel pour l'économie mondiale.

On peut affirmer sans risque d'exagération que l'économie mondiale essaie encore de se remettre de l'inflation qui s'est déchaînée sur elle pendant cette période.

La vigueur avec laquelle s'est manifestée la poussée soudaine d'expansion économique du début de la dernière décennie n'avait pas été prévue. Au Canada, la politique budgétaire est demeurée expansionniste pendant quelque temps et la politique monétaire n'a réagi ni rapidement ni énergiquement à l'essor de l'activité économique. Après que le taux d'escompte a été relevé en avril 1973, j'ai moi-même posé la question suivante dans une allocution publique : "Pourquoi la Banque du Canada a-t-elle donc relevé le taux d'escompte à un moment où les plus récentes statistiques indiquaient un taux de chômage d'encore 5,9 %?". Mais, au Canada comme dans les autres pays, la réaction a été tardive. Le taux d'escompte a été relevé plusieurs fois, et, même si les taux d'intérêt nominaux ont atteint à ce moment-là des niveaux records, il est devenu évident par la suite qu'ils n'avaient pas augmenté assez vite. Si l'on n'est pas parvenu à



amener les taux d'intérêt aux niveaux appropriés, c'est en grande partie parce que l'on n'était pas en mesure de déterminer le niveau auquel devaient se situer les taux d'intérêt nominaux à un moment où l'inflation et les anticipations d'inflation s'aggravaient à un rythme aussi rapide.

Il était bien naturel que les banques centrales étudient la période durant laquelle avait éclaté l'inflation pour tenter de trouver un moyen d'améliorer la performance de la politique monétaire. Ce que cela a révélé au Canada, c'est le fait que la croissance de la masse monétaire, en particulier de l'agrégat monétaire défini au sens étroit comme l'ensemble de la monnaie et des dépôts à vue, s'était accélérée beaucoup plus que le taux d'inflation. Il sembla alors qu'une politique visant plus précisément à stabiliser le rythme d'expansion monétaire aurait réduit l'augmentation cumulative de l'inflation qui s'est produite. Bien que cela nous eût persuadés de la nécessité de surveiller de plus près l'évolution de la masse monétaire, nous avons effectué bien des recherches à la Banque du Canada avant de commencer à penser que nous avions, d'une part, des connaissances suffisantes pour définir notre politique en fonction de l'évolution d'un agrégat monétaire donné et, d'autre part, un moyen réaliste de relier nos actions sur les marchés financiers aux variations de cet agrégat monétaire.

La décision prise par la Banque du Canada en 1975 de viser une cible monétaire était fondée sur le fait qu'il existait une relation assez stable entre un agrégat monétaire au sens étroit (M1), les variations de la dépense globale et les taux d'intérêt à court terme. Nous avons continué de considérer les taux d'intérêt à court terme comme la courroie de transmission de notre politique et pris l'habitude de nous inspirer du niveau de cet agrégat monétaire dans la formulation des jugements sur les niveaux auxquels devraient se situer les taux d'intérêt.

Si la Banque a modifié son approche de la politique monétaire, c'était aussi à cause des limites de la contribution que, en dépit du raffinement continu des modèles économétriques, les techniques de prévision économique et de simulation avaient apportée aux responsables des politiques au moment où ils essayaient d'endiguer la vague inflationniste. L'attrait que présentait l'utilisation de la tendance de l'agrégat monétaire comme guide de la politique tenait à ce qu'elle limitait la nécessité de porter des jugements sur l'évolution probable de l'économie dans le proche avenir et mettait surtout l'accent sur le long terme. Elle faisait mieux ressentir la nécessité de contenir à la longue le rythme d'expansion monétaire si l'on voulait éviter la tendance antérieure de la politique monétaire à comporter un "biais" inflationniste.

À l'instar de nombreuses autres banques centrales, la Banque du Canada a commencé à ce moment-là à annoncer des cibles d'expansion monétaire. Nous savions que les anticipations jouaient un rôle important dans les phénomènes économiques et nous espérons que le fait même de rendre ces cibles publiques influencerait les anticipations et accélérerait les réactions à la politique. De plus, la Banque du Canada serait mieux placée pour défendre les mesures qui allaient sans doute s'avérer nécessaires dans la lutte contre l'inflation.

L'utilisation des cibles monétaires est devenue une pratique répandue dans les pays industriels et elle a incontestablement aidé les banques centrales à convaincre le public de la nécessité d'imposer des contraintes à l'expansion monétaire pour rétablir la stabilité des prix. J'ai la ferme conviction que, n'eût été l'adoption par les banques centrales de lignes directrices concernant la croissance monétaire, la hausse sans précédent des taux d'intérêt qui s'est avérée nécessaire pour modérer l'inflation aurait toujours été remise à plus tard ou n'aurait jamais été possible.

Comme je l'ai mentionné précédemment, le danger qu'il y a à trop compter sur la politique monétaire pour appliquer une discipline financière avait été une source de préoccupations depuis déjà quelque temps en raison de l'influence inégale

qu'exercent des taux d'intérêt extrêmement élevés. Ces préoccupations se sont intensifiées au cours de cette période. Même si le loyer de l'argent devait nécessairement augmenter de façon considérable à cause de l'aggravation brusque de l'inflation, les dirigeants de banques centrales auraient tous préféré voir appliquer, tant dans leur pays qu'à l'étranger, des dosages de politiques budgétaires et monétaires qui auraient permis d'éviter des taux d'intérêt aussi élevés.

Quoique la pratique des cibles monétaires ait contribué à mettre la politique monétaire sur une meilleure piste, il s'est produit au Canada, et d'après moi dans d'autres pays également, certains problèmes d'ordre pratique qui sont venus diminuer la valeur de ces cibles comme guides de politiques. J'aimerais maintenant parler des problèmes que nous avons rencontrés dans ce domaine.

Peut-être que le problème le plus embarrassant auquel le Canada soit confronté à l'heure actuelle provient de ce que la relation entre l'agrégat-cible,  $M_1$ , et les niveaux de la dépense et des taux d'intérêt s'est révélée moins stable qu'elle ne l'avait semblé au milieu des années 70. L'inflation et les taux d'intérêt élevés ont déclenché un processus accéléré d'innovations financières, qui a été stimulé par les progrès de l'informatique. Il en est résulté des variations considérables du volume et de la composition des fonds que les Canadiens décident

de garder sous forme d'argent liquide. Ces variations ne peuvent être attribuées à une déréglementation financière puisque le système financier canadien avait su se passer depuis assez longtemps du type de règlements qui aurait pu empêcher ces variations.

Les déplacements de la demande de monnaie ont engendré des problèmes difficiles à régler. À certaines périodes, on savait que l'évolution de la masse monétaire par rapport à la cible de croissance était trompeuse, mais on ne pouvait effectuer une estimation fiable de l'ampleur de ces déplacements qu'après un laps de temps très long. L'interprétation de M1 a également été compliquée pendant quelque temps par les problèmes de mesure qui provenaient des difficultés auxquelles les banques canadiennes faisaient face dans la préparation de leurs relevés statistiques au lendemain de la révision de la Loi sur les banques. Aussi la Banque du Canada a-t-elle dû, lorsqu'elle a observé une variation considérable et inattendue de la masse monétaire, chercher les éléments d'information capables de confirmer que cette variation était le reflet de phénomènes économiques fondamentaux et non pas une simple conséquence des changements apportés aux mécanismes financiers.

La mise en place d'un système de paiement électronique devrait entraîner d'autres modifications importantes au niveau des formes de monnaie que le public va décider de détenir. On ne

sait pas encore quels types d'ajustements il faudra apporter au mode de fixation des objectifs monétaires par suite de ces innovations.

Jusqu'ici du moins, les études que nous avons faites sur les agrégats plus larges n'indiquent pas qu'ils puissent avantageusement remplacer M1.

Un autre problème d'ordre très pratique que pose la détermination des cibles monétaires est celui de la stratégie à adopter face aux perturbations du taux de change. Ici au Canada, la Banque s'est sentie obligée à de nombreuses reprises depuis quelques années, et tout spécialement au cours des deux dernières, de réagir de façon assez énergique aux variations du taux de change. Ces interventions de la Banque étaient dues principalement aux mouvements à la baisse enregistrés par le dollar canadien par suite du niveau inhabituellement élevé des taux d'intérêt américains, encore que ces baisses aient été parfois le reflet de phénomènes internes.

Dans une économie ouverte comme l'économie canadienne, la dépréciation de la monnaie a nécessairement des effets immédiats sur les prix et des effets secondaires retardés, car les particuliers et les entreprises essaient de protéger leurs revenus dans un climat d'inflation. L'augmentation du taux d'inflation

se traduira en fin de compte par une augmentation de la quantité de monnaie demandée dans l'économie, ce qui indiquera la nécessité de contraintes monétaires, mais à ce moment-là l'inflation et les anticipations d'inflation se seront déjà aggravées.

D'autres banques centrales ont eu à faire face à des problèmes similaires. Lorsque les taux d'intérêt sont exceptionnellement élevés à l'étranger, ils ont pour effet soit de faire grimper les taux d'intérêt nationaux au delà de ce qui serait nécessaire à la réalisation des objectifs monétaires, soit d'entraîner une chute du cours de la monnaie nationale, avec tous les effets inflationnistes que cela comporte. La politique monétaire nationale ne peut éviter ces deux problèmes en même temps. Le problème inverse peut se poser si les taux d'intérêt sont extraordinairement bas à l'étranger.

Je devrais peut-être faire remarquer en passant que dans certains pays, surtout les plus petits, l'utilisation de la politique monétaire afin de stabiliser le taux de change - qu'il s'agisse du taux de la monnaie nationale par rapport à une monnaie étrangère ou d'un taux moyen pondéré sur la base du commerce extérieur - plutôt que pour contrôler la croissance de la masse monétaire peut être une solution assez attrayante. L'emploi, par un pays, d'un tel guide de politique a en pratique pour effet de transférer la responsabilité de la direction

fondamentale de la politique monétaire à un pays ou un groupe de pays qui présente une grande importance pour le pays en question et dont les actions devront de toute façon être prises en compte par les plus petits pays. Dans un pays qui adopte une telle politique, l'inflation prend à la longue des proportions assez semblables à celles qu'elle a dans le ou les autres pays avec lesquels il a établi un lien au niveau du taux de change. En principe, cette politique peut donner des résultats meilleurs ou pires que ceux qui auraient été obtenus sous un type quelconque de régime axé strictement sur des considérations internes; en pratique, moins le pays concerné a de chances de réaliser une bonne gestion monétaire en concentrant principalement son attention sur l'évolution financière interne, plus l'établissement de taux de change-cibles apparaît comme une solution logique.

Étant donné que les anticipations contribuent grandement à perpétuer l'inflation, nous avons jugé bon, à la Banque du Canada, d'adopter une politique orientée davantage vers l'avenir qu'une politique reposant exclusivement sur les cibles monétaires. Il nous paraît en effet préférable de réagir immédiatement à tout choc potentiellement inflationniste que d'attendre que ces chocs se soient traduits par une accélération de l'inflation ou de l'expansion monétaire. Ce point de vue diffère passablement de la conception assez pessimiste que l'on se faisait de l'état



des connaissances économiques, conception qui a fortement imprégné la pensée économique après la flambée inflationniste du milieu des années 70 et qui a servi à l'époque d'argument en faveur de l'adoption d'une règle monétaire. Nous en savons davantage sur les processus économiques que ne le croient généralement ceux qui préconisent l'adhésion totale à une telle règle. Cela ne signifie pas que nous pouvons prévoir l'évolution générale de l'économie avec un degré quelconque de certitude, mais nous avons une bonne idée des incidences qu'ont divers types de chocs. La baisse du taux de change a été le plus important de ces chocs. Nous en sommes aussi venus à la conclusion que le fait de laisser les taux d'intérêt à court terme s'établir à des niveaux qui sont bas par rapport au taux d'inflation était de nature à stimuler exagérément la demande de crédit, et, par voie de conséquence, à entretenir les activités spéculatives et les pressions inflationnistes. Par contre, lorsque des taux d'intérêt qui dépassent le taux d'inflation dans des proportions exceptionnellement fortes persistent, ils peuvent exercer davantage de pressions anti-inflationnistes sur l'économie que celle-ci n'est capable d'absorber sans être gravement perturbée. Ce sont là des considérations dont nous tenons également compte en réagissant aux phénomènes du moment.

C'est pour toutes ces raisons que la Banque du Canada a utilisé avec beaucoup de circonspection la cible monétaire comme

guide de sa politique et que nous avons accordé une assez grande importance à d'autres données et à d'autres analyses.

Dans cet examen de l'évolution du cadre de notre politique monétaire, mes références à la conjoncture économique n'ont touché qu'indirectement le thème central de l'exposé. J'aimerais maintenant aborder de front les problèmes que pose à la politique monétaire la conjoncture à laquelle la Banque du Canada et les autres banques centrales font actuellement face.

Le problème immédiat qui se pose à l'heure actuelle à la plupart des banques centrales n'est pas d'inventer des moyens de mettre en oeuvre une politique monétaire qui prévienne l'apparition de pressions inflationnistes. Il consiste plutôt à faire en sorte que la politique monétaire exerce sur le haut taux d'inflation actuel une pression à la baisse soutenue et adéquate et restaure ainsi la confiance dans la valeur de la monnaie. Ce problème soulève des questions qui vont au delà des techniques de la politique monétaire. Si l'on se borne à examiner l'évolution des variables financières - les agrégats monétaires, les taux d'intérêt ou toute autre variable - on ne dispose pas d'éléments d'information suffisants pour savoir jusqu'à quel point il faut appliquer une politique financière restrictive. Pour répondre à cette question, il faut prendre en considération la façon dont l'économie réagit.

Depuis quelque temps, la plupart des pays ont d'énormes difficultés à faire fonctionner leur économie d'une façon qu'on peut tout au plus qualifier de décente. En témoignent le niveau alarmant du chômage et les nombreuses faillites qui se produisent tant au Canada que dans un grand nombre d'autres pays. C'est un fait généralement reconnu que la plupart des lacunes que présente à nos yeux le fonctionnement de nos économies sont attribuables à des problèmes complexes et profondément enracinés. L'un de ces problèmes réside dans la façon dont la productivité piétine dans l'ensemble des pays industrialisés depuis dix ans, ou plus, laissant sur leur faim tous ceux qui anticipaient des augmentations rapides des revenus réels. Un autre problème, qui se pose certainement au Canada, tient au rythme déconcertant auquel les taux de chômage qu'on peut raisonnablement considérer comme non inflationnistes ont augmenté par rapport au niveau où ils se situaient il y a quelques années. Il est également vrai, toutefois, que la performance économique manifestement piètre enregistrée récemment est en majeure partie liée aux tensions qui ont découlé de l'ajustement à une conjoncture moins inflationniste.

La réduction de l'inflation s'est avérée un processus difficile et pénible. Une des raisons fondamentales de cet état de choses est que les anticipations d'inflation se sont fortement

enracinées. Le scepticisme général manifesté par le public à l'égard de la volonté ou de la capacité des autorités de prendre les mesures qui s'imposent pour combattre l'inflation et de persévérer dans cette voie en dépit des tensions qui se produiront inévitablement est l'une des réalités auxquelles les responsables de la politique ont eu à faire face dans tous les pays du monde. Dans un grand nombre de pays, ce que les responsables de la politique économique avaient fait jusque-là était de prendre des risques sur le front de l'inflation chaque fois que cela semblait être une solution. Malgré l'aggravation de l'inflation et le fait que celle-ci était de plus en plus considérée comme un problème d'une réelle gravité, les doutes que les gens avaient sur les chances des responsables de jamais parvenir à contenir l'inflation ont été renforcés par l'idée de plus en plus courante qu'il fallait "apprendre à composer avec" l'inflation, quel qu'en fût le taux. A l'heure actuelle donc, le moindre signe d'hésitation de la part des responsables de la politique économique, le moindre signe de désaccord entre eux, suffit à déclencher des anticipations sur tous les marchés d'avoirs financiers et réels. Heureusement qu'il y a les situations de ce genre pour nous rappeler que l'époque où l'on croyait qu'il était possible de stimuler rapidement la demande sans se préoccuper de l'inflation est révolue.

Les anticipations d'inflation encouragent les pratiques de protection des salaires et des prix non compétitifs et sont

à leur tour encouragées par ces pratiques. Celles-ci peuvent constituer un obstacle au bon fonctionnement de l'économie n'importe quand, mais cet obstacle est probablement plus difficile à surmonter lorsque l'on exerce des pressions sur l'économie pour réduire le taux d'inflation. Il se peut que certaines catégories d'entreprises ou certains groupes de travailleurs croient pouvoir impunément faire fi des pressions générales du marché, soit parce que le marché des biens ou des services qu'ils produisent est protégé d'une façon ou d'une autre, soit parce qu'ils peuvent contrôler l'offre de leurs biens ou services assez bien pour réclamer des augmentations de prix et de revenus de caractère inflationniste. Il semble que l'on soit moins préoccupé dans certains cas de sauvegarder des emplois que de maintenir à de hauts niveaux les revenus négociés. Tant que des réactions de ce type se produiront, les conjonctures anti-inflationnistes se traduiront par des réductions de la production, des faillites et une aggravation du chômage plutôt que par une amélioration de l'évolution des coûts et des prix.

Le fait que l'économie ne réagit pas bien, à un moment donné, aux pressions du marché ne signifie pas que la banque centrale doive renoncer à son action. Pour que changent des anticipations bien ancrées, il faut qu'il y ait une continuité dans les politiques anti-inflationnistes et que celles-ci inspirent confiance, et cette crédibilité ne peut reposer que sur des preuves réelles de succès. De plus, il ne servirait à

rien de tenter de pallier les lacunes de la structure économique en accélérant le rythme d'impression des billets. Il faut chercher la solution ailleurs. Un pays qui dépend beaucoup des politiques axées sur le marché, la politique budgétaire et la politique monétaire par exemple, ne peut se permettre de ne pas prendre en compte le fonctionnement de ses marchés de biens et de services.

Dans la conjoncture actuelle, la marge de manoeuvre dont disposent les responsables de la politique monétaire est de toute évidence limitée. Cette politique doit, par dessus tout, être manifestement orientée dans un sens restrictif. Néanmoins, les autorités ont une certaine latitude pour juger de la dose de restriction que l'évolution économique semble exiger. Le processus d'ajustement de l'économie à une baisse du taux d'inflation ne se fait pas sans heurts et prend nécessairement du temps. Dans ce domaine, comme dans bien d'autres, l'important devrait être de prendre son élan et de maintenir le rythme. Si des progrès considérables sont enregistrés dans la lutte contre l'inflation et que le marché se soit affaibli dans l'intervalle, le degré de contraintes nécessaires pour continuer à marquer des points contre l'inflation devrait être moindre.

Après avoir entendu les observations que je viens de faire, vous ne serez nullement surpris par mes conclusions au

sujet de notre recherche d'un point d'ancrage. Les cibles de croissance de la masse monétaire nous ont aidés sans l'ombre d'un doute à résister aux pressions en faveur d'une expansion plus rapide de la masse monétaire et à nous protéger du danger des erreurs de caractère cumulatif. Bien que nous ayons constaté que ces cibles ne sauraient remplacer le vaste éventail de jugements nécessaires, elles ont néanmoins apporté une bonne dose de discipline au processus de détermination de l'orientation de la politique monétaire. Mais les cibles monétaires n'ont pas conduit, du moins au Canada, au point d'ancrage que certains espéraient trouver.

Je reconnais que d'autres pays ont vécu une expérience différente de la nôtre et que certains dirigeants de banques centrales puissent penser que la pratique des cibles monétaires les a aidés plus à se rapprocher d'un bon point d'ancrage qu'elle ne l'a fait d'après moi au Canada.

En ce qui concerne les objectifs de la politique monétaire, je crois que l'expérience de la dernière décennie nous a montré où nous devons larguer les amarres. Nous devons être déterminés à ne pas composer avec l'inflation. Abstraction faite des guides qui ont été utilisés dans la pratique, on peut dire qu'il y a eu pendant trop longtemps une tendance trop forte à

prendre des risques sur le front de l'inflation. Vu qu'il a été si difficile de freiner le processus inflationniste, nous savons maintenant avec certitude que nous ne devons pas donner à l'inflation un point de départ. La tenue de l'économie sera meilleure à la longue si la politique monétaire ne perd jamais de vue l'objectif du maintien de la valeur de la monnaie.