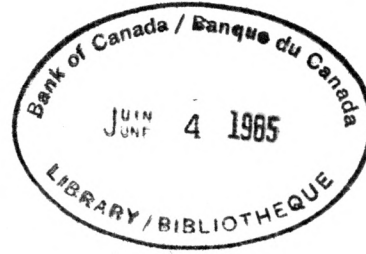


[DISCOURT.]

IB-280



LES TAUX DE CHANGE ET LES POLITIQUES FINANCIÈRES NATIONALES

LIBRARY FILE COPY
EXEMPLAIRE DE LA BIBLIOTHÈQUE

Allocution prononcée par
M. Gerald K. Bouey
Gouverneur de la Banque du Canada
au 27^e Congrès annuel de
l'Association Cambiste Internationale
Toronto, Ontario
le 1^{er} juin 1985

Allocution prononcée par
M. Gerald K. Bouey
Gouverneur de la Banque du Canada
au 27^e Congrès annuel de
l'Association Cambiste Internationale
Toronto, Ontario
le 1^{er} juin 1985

LES TAUX DE CHANGE ET LES POLITIQUES FINANCIÈRES NATIONALES

Permettez-moi tout d'abord, Monsieur le Président, de remercier Forex Canada de m'avoir invité à cette importante réunion internationale de cambistes. Cette invitation me réjouit car non seulement elle me donne l'occasion de faire la connaissance de plusieurs d'entre vous, mais également parce qu'elle me permet d'exprimer mes vues sur le comportement des taux de change. Je ne peux d'ailleurs songer à une meilleure tribune pour le faire que celle-ci.

Je crois que le comportement des marchés des changes n'a vraiment pas été satisfaisant ces dernières années. Je dirai tout de suite, pour vous mettre à l'aise, que je ne tiens pas cet auditoire responsable de cet état de choses - ou devrais-je dire plutôt qu'il en est si peu responsable. Depuis des années maintenant, les marchés des changes ont été caractérisés non seulement par une instabilité considérable des taux en courte période, mais aussi par de fortes fluctuations cumulatives sur longue période. Il est vrai que les avis sont partagés quant à l'importance du rôle qu'a joué l'instabilité des taux de change en courte période dans l'augmentation des coûts des transactions liées au commerce international. Pour ma part, je suis porté à croire, pour des raisons que

j'expliquerai plus loin, que ce rôle n'est pas négligeable. Il ne fait toutefois aucun doute que le coût attribuable aux fluctuations cumulatives a été et restera élevé pour ceux qui ont été touchés par les déplacements de production entre secteurs, régions et pays. Ces déplacements n'étaient nullement liés de près aux changements profonds de la compétitivité internationale, leurs incidences sur les flux commerciaux ont été spectaculaires et ils ont grandement compliqué la poursuite de politiques intérieures stables.

Les fluctuations cumulatives des taux de change ont été plus extrêmes ces dernières années qu'elles ne l'ont jamais été depuis le début des années 70, lorsque les principales monnaies ont commencé à flotter. Le dollar américain s'était considérablement déprécié par rapport à la plupart des grandes monnaies pendant la majeure partie des années 70, mais le redressement qu'il a amorcé au début de 1981 a été encore plus considérable. Ainsi, par rapport au mark allemand, il s'est apprécié d'environ 60 % au cours de cette remontée. Le dollar canadien quant à lui s'est beaucoup moins déprécié vis-à-vis de la devise américaine que la plupart des autres grandes monnaies, et sa valeur, d'après une moyenne des cours des grandes monnaies autres que le dollar É.-U. pondérée en fonction du commerce international, a augmenté de plus de 40 % depuis le début de 1981.

Ces énormes fluctuations cumulatives des taux de change se sont en outre accompagnées d'une augmentation extraordinaire de l'ampleur des fluctuations sur courte période. Les statistiques que voici en témoignent bien. Depuis le début de 1985, le cours de clôture du dollar É.-U. par

rapport au mark allemand a fluctué de plus de 1 % en un seul jour une fois sur quatre environ. Sur des périodes de quatre semaines, il a fluctué de plus de 5 % une fois sur trois environ. À titre de comparaison, je vous rappellerai qu'en vertu des accords de Bretton Woods, qui ont été en vigueur pendant l'après-guerre jusqu'en 1972, le cours d'une monnaie ne devait pas varier de plus de 1 % de part et d'autre de la parité fixée, laquelle était bien sûr ajustable. Au cours des années qui ont suivi immédiatement l'instauration des taux de change flottants, soit à partir de 1972, et au cours des périodes antérieures où le dollar canadien avait flotté, les taux de change étaient bien moins instables en courte période qu'ils ne le sont aujourd'hui.

Les divergences qui marquent actuellement l'évolution des cours des monnaies les unes par rapport aux autres ont fourni aux entreprises et aux industries établies en dehors des États-Unis des occasions extraordinaires d'augmenter leur production et leurs exportations vers ce pays. Ces entreprises et ces industries ont prospéré, en puisant la main-d'oeuvre et les autres ressources nécessaires à même d'autres secteurs industriels de leur pays. Aux États-Unis, par contre, les industries traditionnelles à vocation exportatrice et la plupart des industries dont les produits entrent en concurrence avec les importations se sont trouvées dans une position très difficile, leurs usines tournant en deçà de leurs capacités de production et l'emploi dans ces industries étant en régression. Il en est de même des industries canadiennes qui entrent en concurrence avec des firmes d'outre-mer. Des déplacements de production et

d'emploi de cette ampleur ne vont pas sans coûts. Si ces déplacements sont plus ou moins permanents, les coûts associés aux bouleversements, au chômage temporaire, à la fermeture d'usines et à la mise au rebut de la machinerie dont ils s'accompagnent seront nécessairement plus que compensés par les avantages qui en découleront. Mais si, comme je le crois, le profil actuel des taux de change n'est pas durable, une grande partie de ces déplacements de ressources n'est que temporaire et, vraisemblablement, il y aura un retour des choses. Il n'est donc pas étonnant que les hommes d'affaires qui font du commerce international ainsi que les courtiers de change soient quelque peu nerveux ces jours-ci!

Les modifications profondes de la situation concurrentielle attribuables aux fluctuations des taux de change ont provoqué des revendications en faveur d'un plus grand protectionnisme, réaction extrêmement malheureuse, quoique compréhensible dans une certaine mesure. Ces revendications étaient déjà plus nombreuses à cause des changements structurels importants qu'a subis l'économie mondiale, en particulier ceux découlant de l'amélioration de la compétitivité d'un certain nombre de pays en développement. Les pressions en faveur du protectionnisme se sont fait sentir dans la plupart des pays industriels, mais aux États-Unis elles ont été accentuées par la force du dollar américain. Les efforts déployés après la Deuxième Guerre mondiale pour faciliter les échanges commerciaux internationaux en réduisant les contraintes nous ont procuré des avantages économiques considérables; nous ne devons pas permettre que ce système soit sapé par des perturbations temporaires des taux de change.

Par ailleurs, il faut reconnaître que la dépréciation de presque toutes les monnaies par rapport au dollar américain a constitué une source de pressions à la hausse sur le niveau des prix et sur les taux d'intérêt dans les pays autres que les États-Unis. La politique monétaire de nombreux pays a donc été moins en mesure de soutenir la reprise de l'activité économique interne car il a fallu l'orienter de façon à empêcher la monnaie de se déprécier. De même, la capacité de nombreux pays de compenser les répercussions des hausses de taux d'intérêt sur leurs économies par le biais de leurs politiques budgétaires a été limitée par les déficits qu'ils avaient accumulés.

Je crois qu'il est facile de démontrer que l'instabilité accrue en courte période des taux de change a également été coûteuse. Cette instabilité a tendu par moments à accentuer les désalignements provoqués par les fluctuations cumulatives des taux de change. En outre, l'incertitude qui accompagne les variations fréquentes des taux de change a rendu plus ardue, pour les entreprises, la planification de leurs opérations internationales et les a conduites à affecter davantage de ressources à la surveillance et à la gestion des risques de change. Les frais de transaction des entreprises et des particuliers ont augmenté, car les écarts entre les cours acheteurs et vendeurs s'accroissent lorsque les marchés des changes sont instables.

Compte tenu de tous les problèmes que soulèvent les importantes fluctuations cumulatives et l'instabilité accrue des taux de change, il ne faut pas s'étonner que les gens se demandent si un régime des changes qui produit de tels résultats ne devrait pas être révisé en profondeur. De

plus, certains changements majeurs survenus sur les marchés des changes au cours des dix dernières années ont rendu les taux de change plus sujets aux variations brusques. Parmi ces changements, je peux citer l'adoption de taux flottants par la plupart des principaux pays, la suppression du contrôle des changes dans certains pays et les innovations dans le domaine des modes d'opération et des instruments du marché ainsi que des communications. Cependant, je ne crois pas que ces changements soient à l'origine des problèmes que nous connaissons; je pense au contraire qu'ils favorisent le bon fonctionnement des marchés.

Bien que la tendance soit toujours de blâmer le messager pour les mauvaises nouvelles qu'il apporte, les véritables problèmes sont dans ce cas-ci attribuables aux politiques financières inadéquates qu'ont appliquées les gouvernements. Quelles que soient les autres raisons avancées pour expliquer les problèmes de change qui se posent à l'heure actuelle, ceux-ci reflètent avant tout des difficultés plus fondamentales découlant, d'une part, du fait que l'inflation n'a pas été maîtrisée durant les années 70 et, d'autre part, de la façon dont elle a été ensuite combattue dans les pays industriels. En effet, on a beaucoup trop compté sur la politique monétaire et des taux d'intérêt élevés pour contenir l'inflation, et les politiques budgétaires n'ont pas été suffisamment restrictives.

Le mauvais dosage des politiques monétaire et budgétaire a persisté dans un certain nombre de pays industriels, et ses conséquences sont particulièrement néfastes lorsqu'il s'agit des politiques de la plus grande économie du monde. Le dosage des politiques dans une économie

dominante comme celle des États-Unis se répercute nécessairement sur les taux d'intérêt pratiqués dans le monde, les mouvements internationaux des capitaux et les taux de change. La demande de crédit associée à l'expansion et au dynamisme de l'économie américaine conjugués à l'important déficit budgétaire des États-Unis a engendré des pressions à la hausse sur les taux d'intérêt. Ceci a stimulé les entrées de capitaux et provoqué la très grande vigueur du dollar É.-U. Les autres pays ont alors connu des taux d'intérêt supérieurs à ceux que leur situation intérieure justifiait et des taux de change faibles vis-à-vis du dollar américain.

Dans cette conjoncture économique mondiale, une grande incertitude a plané quant à l'évolution future des coûts et du rythme d'inflation et de la croissance économique en termes réels dans la plupart des grands pays et quant à l'adoption de mesures visant à contenir les importants déficits budgétaires. À cause de ces incertitudes, les marchés des changes ont réagi souvent assez vivement aux nouvelles données économiques, même à des indicateurs transitoires, et aux déclarations les plus récentes, et parfois même contradictoires, des autorités et d'observateurs réputés. En l'absence d'opinions arrêtées au sujet de l'évolution réelle de l'économie, la spéculation sur les marchés des changes n'a pas eu tendance à être un facteur de stabilisation; elle a plutôt été une cause de l'instabilité et de la forte surréaction des taux de change.

Les vues dont je viens de vous faire part, et qui soulignent qu'un mauvais dosage des politiques financières nationales engendre des bouleversements et de l'instabilité sur les marchés des changes, sont largement répandues. Les discussions que les pays industriels ont tenues sur les moyens d'améliorer le fonctionnement du système monétaire international ont elles aussi, pour la plupart, fait ressortir la nécessité d'améliorer les politiques de fonds des pays plutôt que de modifier le régime des changes proprement dit. La recherche de solutions a amené les pays à discuter surtout de la nécessité d'améliorer la surveillance multilatérale, en particulier celle qu'exerce le Fonds monétaire international, des politiques économiques qu'ils mettent en oeuvre afin d'assurer la compatibilité de ces politiques et, par voie de conséquence, de favoriser une meilleure tenue de l'économie mondiale dans l'ensemble. La surveillance n'est certes pas une panacée mais son exercice peut, je crois, être perçu comme un pas dans la bonne voie. Si j'affirme que la surveillance n'est pas une panacée, c'est que je ne crois vraiment pas que les principaux pays ont réellement besoin d'une surveillance extérieure pour déterminer les politiques qu'il serait raisonnable d'appliquer. Ces pays ne manquent certainement pas de moyens d'analyser la situation et ne sont pas sans savoir ce que d'autres pays et le Fonds monétaire international pensent de leurs politiques. Il est d'ailleurs impossible qu'il en soit autrement compte tenu des nombreuses réunions et discussions qui se tiennent à l'échelle internationale. Le problème qui se pose à tout gouvernement n'est pas tellement celui de décider de l'ensemble de mesures qui serait compatible avec ses responsabilités nationales et

internationales, mais bien plus celui de mobiliser le soutien politique et de trouver la volonté politique nécessaires pour mettre en oeuvre ces mesures. L'amélioration de la surveillance multilatérale s'avérera utile si elle permet, comme je l'espère, d'exercer plus de pression sur les représentants élus des grands pays industriels pour qu'ils tiennent compte des répercussions extérieures de leurs politiques, particulièrement sur les mouvements de capitaux et les taux de change, car un mauvais choix de politiques peut avoir des effets très perturbateurs sur ces mouvements et, en fin de compte, être néfaste pour le pays qui en est à l'origine. Dans un monde de grande interdépendance comme celui dans lequel nous vivons, la politique économique de chaque pays doit être considérée comme un élément, si petit soit-il, de la politique économique mondiale. Plus une économie est importante, plus grande est sa responsabilité dans la formulation de la politique économique de l'ensemble des pays et dans le comportement de l'économie mondiale.

Les politiques qu'adoptent les États-Unis ont des répercussions particulièrement fortes en raison de leur importance, et c'est pourquoi j'attire votre attention sur ce pays plutôt que sur d'autres, même si ceux-ci pourraient sans doute aussi procéder à un ajustement de leurs politiques. Il y a des divergences d'opinions sur le rôle qu'a joué le déficit budgétaire américain dans le niveau élevé des taux d'intérêt aux États-Unis et ailleurs ainsi que dans les fluctuations extrêmes du dollar É.-U. par rapport aux autres devises. Il est fort probable que ces fluctuations aient été accentuées par le fait qu'au cours des deux

dernières années environ l'économie des États-Unis s'est bien mieux comportée que celle de leurs principaux partenaires commerciaux. Le sens dans lequel le déficit américain a agi sur les marchés financiers ne fait aucun doute. L'adoption par les États-Unis de mesures budgétaires visant à réduire le déficit constituerait une étape importante vers une baisse des taux d'intérêt et la réalisation d'un meilleur équilibre économique et financier dans le monde. Cela aiderait aussi les autres pays à réaliser un meilleur dosage de leurs politiques. Je suis encouragé par le fait qu'on s'entend généralement aux États-Unis pour dire qu'une réduction du déficit est également dans l'intérêt national.

L'instabilité des taux de change constituera un problème tant que les politiques nationales ne seront pas bien dosées et que le climat financier ne sera pas plus stable. C'est pourquoi un autre point sur lequel ont convergé les discussions relatives aux taux de change menées à l'échelle internationale est la possibilité que l'intervention officielle sur les marchés de change ait un effet stabilisateur. Vous n'êtes pas sans savoir que c'est là un domaine où les opinions et les usages varient considérablement. Je pense que l'intervention des banques centrales peut contribuer utilement à atténuer les fluctuations à court terme sur les marchés de change, pourvu qu'elle soit assez considérable et qu'elle soit appuyée par les politiques intérieures. Une certaine coordination entre les principaux pays peut même rendre cette intervention plus efficace. Dans cet ordre d'idées, l'intervention massive concertée des banques centrales à la fin de février dernier a été utile, surtout si l'on considère la montée en flèche du dollar É.-U. qui l'avait précédée.

L'ampleur de cette intervention a sensibilisé les participants au marché des changes aux risques, aussi bien d'une appréciation que d'une dépréciation, auxquels ils s'exposent, ce qui a eu pour effet d'atténuer la vigueur du dollar É.-U.

Les autorités du Canada ont tendance à intervenir officiellement plus souvent que ne le font celles de la plupart des autres pays. En sa qualité d'agent financier du gouvernement canadien, la Banque du Canada participe presque tous les jours aux activités du marché des changes et, dans la mesure où les circonstances le permettent, elle résiste au même degré aux fortes fluctuations du taux de change à la hausse et aux fortes fluctuations à la baisse. Notre objectif est d'exercer une influence régulatrice sur les forces du marché afin d'imprimer une certaine stabilité au taux de change tout en contribuant à la solidité et à la viabilité du marché des changes canadien. Nous sommes très conscients toutefois que l'intervention ne peut à elle seule contrer des mouvements prononcés et persistants du taux de change et qu'elle doit habituellement être renforcée par des mesures économiques intérieures appropriées.

J'aimerais, en guise de conclusion, vous livrer quelques remarques additionnelles sur la façon dont la conjoncture au Canada est influencée par des facteurs extérieurs.

Parce que le Canada a une économie ouverte, qu'il mise beaucoup sur le commerce extérieur et qu'il n'impose aucune restriction aux mouvements de capitaux internationaux, il est vital pour lui que le système

financier international fonctionne bien. L'orientation et le dosage des politiques adoptées à l'étranger ont sur nous un effet important. Les liens qui existent entre l'économie canadienne et l'économie américaine en particulier influencent grandement la façon dont nous gérons nos affaires. Les écarts entre les taux d'intérêt pratiqués dans les deux pays se répercutent rapidement sur notre taux de change. D'autres pays qui ont mieux réussi que nous sur le front de l'inflation et dont les profils d'échanges internationaux sont plus diversifiés ou dont les liens entre les taux de change et les autres politiques économiques sont davantage coordonnés - comme c'est le cas en Europe - jouissent d'une plus grande marge de manoeuvre que nous, tout au moins en courte période, quand ils doivent s'adapter à des variations des taux d'intérêt pratiqués dans le monde.

Dans la mesure du possible, la Banque du Canada a réagi aux mouvements à la hausse des taux d'intérêt américains lorsque, selon elle, ceux-ci ne convenaient pas à la situation, en encourageant les taux d'intérêt canadiens à absorber une partie des effets de la hausse et en laissant le taux de change en absorber une autre. Pendant de courtes périodes, nous avons parfois été en mesure de faire absorber, par le cours du dollar canadien, une plus grande partie de la pression qu'exerçaient les hausses des taux d'intérêt étrangers, permettant ainsi à nos taux d'intérêt de rester à des niveaux moins élevés qu'ils ne l'auraient été autrement. Cependant, la marge de manoeuvre dont nous disposons pour effectuer un tel compromis est limitée; elle n'existe que pour un temps et seulement lorsque les conditions s'y prêtent. Par ailleurs, il ne pourrait vraisemblablement

pas y avoir de compromis si les gens s'attendent à ce que la hausse des taux d'intérêt à l'étranger persiste ou s'ils n'ont pas confiance dans la valeur du dollar canadien. De fait, nous savons d'expérience qu'une baisse du taux de change qui risque d'ébranler la confiance dans la valeur du dollar canadien est bien plus susceptible de faire monter les taux d'intérêt au Canada que de les faire diminuer.

En outre, une dépréciation du dollar expose l'économie à une hausse des prix. La mesure dans laquelle cette hausse sera inflationniste est fonction de la conjoncture du marché. L'an dernier, les effets sur les prix de la dépréciation du dollar canadien par rapport au dollar américain ont été largement compensés parce que la très grande compétitivité des marchés a favorisé une bonne tenue de nos coûts intérieurs. Mais la dépréciation de la monnaie mine le pouvoir d'achat des consommateurs, et la Banque du Canada s'est toujours soucieuse d'éviter une forte érosion du pouvoir d'achat qui risquerait de déclencher une nouvelle vague inflationniste de revendications salariales.

De fait, la situation fondamentale du dollar canadien est plutôt bonne. Notre excédent commercial atteint des niveaux records et certaines modifications apportées récemment aux politiques gouvernementales ont rendu le Canada plus attrayant pour les investisseurs étrangers. Notre tenue en matière d'inflation est bonne si on la compare à celle des autres pays, et, même si notre taux de chômage reste élevé, la reprise économique se poursuit à un rythme raisonnable depuis deux ans. Il faut reconnaître néanmoins que la situation économique du Canada serait bien meilleure si la

conjoncture internationale était plus équilibrée, c'est-à-dire si les taux d'intérêt étaient moins élevés et s'il y avait moins de distorsions dans le profil des taux de change.

En terminant, pour reprendre le point important que j'ai tenté de souligner ce soir, je dirai que la voie vers un meilleur équilibre des taux de change dépend principalement d'une stabilité raisonnable des prix dans l'économie mondiale, stabilité qui passe par un dosage de politiques budgétaires et fiscales ne provoquant pas de fluctuations prononcées des taux d'intérêt et, partant, des cours des monnaies. Des taux de change mieux alignés et plus stables aideront l'économie mondiale à mieux fonctionner et augmenteront nos chances de réaliser une expansion économique soutenue. Je reste toutefois convaincu que l'évolution constante de la conjoncture économique mondiale provoquera suffisamment de fluctuations des taux de change pour que la vie des cambistes ne soit jamais monotone.