

LIBRARY FILE COPY
EXEMPLAIRE DE LA BIBLIOTHÈQUE

EXPOSÉ PRONONCÉ PAR
M. GERALD K. BOUEY
GOUVERNEUR DE LA BANQUE DU CANADA
DEVANT LE
COMITÉ PERMANENT (DE LA CHAMBRE) DES FINANCES
DU COMMERCE ET DES QUESTIONS ÉCONOMIQUES
LE MARDI 6 FÉVRIER 1979

Exposé prononcé par M. Gerald K. Bouey
Gouverneur de la Banque du Canada
devant le Comité permanent (de la Chambre)
des finances, du commerce et des questions
économiques, le mardi 6 février 1979

Politique monétaire et taux de change

La politique de la Banque du Canada repose sur l'idée fondamentale que, pour améliorer de façon durable la situation économique interne et la position financière externe de notre pays, il est indispensable que la valeur de notre monnaie soit beaucoup plus stable qu'elle ne l'a été au cours des dernières années, autrement dit, que le taux d'inflation diminue considérablement.

Dans le but d'aider à ralentir l'inflation, la Banque du Canada pratique depuis quelque temps déjà une politique de modération progressive du taux tendanciel d'expansion monétaire. Dans le cadre de cette politique à moyen terme, les mesures que la Banque a prises au cours des douze derniers mois ont été marquées d'une façon particulière par le souci que lui inspire l'impact inflationniste possible de l'évolution du taux de change du dollar canadien. En relevant à plusieurs reprises son taux d'escompte, la Banque s'exposait en pleine connaissance de cause à voir le taux de croissance de la masse monétaire glisser légèrement en deçà de la limite inférieure de la fourchette visée, sans toutefois que ce glissement soit d'une ampleur ou d'une durée susceptibles de compromettre

sérieusement la réalisation des objectifs à moyen terme de la Banque en matière d'expansion monétaire ou les perspectives de croissance économique au Canada. Le risque qu'a ainsi pris la Banque ne s'est pas concrétisé jusqu'à maintenant, mais il continue d'exister. Après un gonflement passager vers la fin de l'année dernière, le taux d'expansion monétaire – qui est calculé en fonction de l'évolution de la monnaie hors banques et des dépôts à vue (M1) – s'établit à l'heure actuelle bien à l'intérieur de la fourchette visée. Rappelons que les limites de cette fourchette sont de 6% et de 10% l'an et que la période de base retenue est le mois de juin 1978.

Si la rapidité et l'ampleur de la baisse du taux de change nous causent tant d'inquiétude, c'est qu'elles exercent une forte pression à la hausse sur les coûts et les prix intérieurs. Une diminution substantielle de la valeur du dollar canadien par rapport au dollar E.-U. était devenue inévitable, car le taux d'inflation des coûts et des prix avait été plus élevé au Canada qu'aux Etats-Unis il y a quelques années. Dans les circonstances, un ajustement considérable du taux de change était nécessaire et même souhaitable pour aider à rétablir la position concurrentielle du Canada. L'importante dépréciation du dollar canadien qui s'est produite à ce jour, conjuguée au meilleur contrôle que nous avons pu exercer sur l'évolution des coûts intérieurs, a permis de rétablir, du moins pour le moment, la position concurrentielle de notre économie.

Nous devons placer au premier rang de nos priorités la sauvegarde de cette amélioration de notre position concurrentielle. Est-il besoin d'énumérer les avantages qui découlent d'une forte position concurrentielle : augmentation des exportations, plus grande substitution des importations, diminution du déficit de la balance courante, diminution de la dépendance envers les capitaux étrangers, accroissement de la production, création d'emplois, amélioration des comptes publics. Je ne peux pas concevoir de moyen plus alléchant de faire progresser notre économie. Cependant, si nous voulons bénéficier des avantages d'une compétitivité soutenue, nous devons veiller à ne pas exercer en ce moment de nouvelles pressions à la hausse sur les coûts et les prix canadiens. Ceux-ci subissent déjà d'extraordinaires pressions à la hausse en raison du renchérissement du prix des aliments, des tentatives de rattrapage consécutives à la fin des contrôles exercés par la Commission de la lutte contre l'inflation et de l'affaiblissement qu'a déjà subi le taux de change. Nous ne devons pas laisser ces pressions s'amplifier au point d'entraîner une nouvelle flambée inflationniste et, partant, une relance de l'escalade des prix et des salaires. Nous ne devons pas suivre l'exemple de pays qui se sont engagés dans le cercle vicieux de l'inflation et de la dépréciation de leur monnaie. C'est pour parer à ce danger et pour continuer de réduire l'inflation des prix et des coûts au Canada que la Banque se soucie autant de l'évolution du taux de change.

Le taux de change dépend d'un grand nombre de facteurs, dont l'écart entre les taux d'intérêt pratiqués au Canada et aux Etats-Unis. Lorsque le Canada, comme c'est le cas présentement, enregistre un

important déficit au titre des échanges de biens et de services et qu'il faut attirer des capitaux étrangers pour financer ce déficit, il est très important de maintenir les taux d'intérêt à des niveaux suffisamment élevés pour intéresser les capitaux étrangers et encourager les Canadiens à garder leurs fonds au pays. Sinon, l'écart entre les taux d'intérêt exerce, par le biais des mouvements de capitaux, des pressions à la baisse sur le taux de change.

Au cours de l'année 1978, les taux d'intérêt ont augmenté rapidement aux Etats-Unis. Si la hausse des taux d'intérêt avait été moins rapide au Canada, nous aurions vu apparaître des écarts de taux qui auraient renforcé les pressions à la baisse que subissait le cours du dollar canadien. Telle est la situation que la Banque du Canada a voulu éviter. Parallèlement, étant consciente des inconvénients que la hausse des taux d'intérêt canadiens comportait à d'autres égards, la Banque du Canada n'est pas allée au-delà de ce qui s'imposait pour empêcher que les taux d'intérêt ne deviennent une source autonome de fortes pressions à la baisse sur le taux de change. De fait, la hausse des taux d'intérêt au Canada ces derniers temps a à peine permis de suivre l'ascension des taux américains. Dans cette perspective, les mesures que nous avons prises en matière de taux d'intérêt apparaissent comme modérées, nullement extrêmes. Si nous n'avions pas agi de cette façon, le taux de change aurait sans aucun doute diminué davantage et plus rapidement. Dans la conjoncture actuelle, quiconque soutient que les taux d'intérêt devraient être moins élevés au Canada soutient, consciemment ou inconsciemment, que le dollar canadien devrait être encore plus faible. De même, ceux qui pensent que la politique monétaire aurait dû se fixer comme

objectif d'arrêter ou de renverser la tendance du taux de change avant que la baisse ne prenne les proportions qu'elle a prises soutiennent du fait même que nous aurions dû provoquer une hausse beaucoup plus forte et plus rapide des taux d'intérêt.

L'intervention des autorités sur le marché des changes constitue un autre moyen d'influer sur les variations d'un taux de change flottant. Elle se pratique habituellement en réaction aux variations du taux de change : il s'agit de satisfaire en partie la demande excédentaire de monnaie nationale en vendant une certaine quantité de cette monnaie contre des devises étrangères ou de satisfaire la demande excédentaire de devises en en vendant une certaine quantité contre de la monnaie nationale. Une telle intervention a pour effet d'atténuer les fluctuations du taux de change d'heure en heure et, si le mouvement à la hausse ou à la baisse perdure, l'accumulation ou la perte progressive de réserves viendra atténuer les mouvements du taux de change. La portée de l'intervention sur l'évolution des cours varie selon l'importance des sommes engagées.

Chaque fois que le Canada a pratiqué une politique de taux de change flottant, il a eu recours à ce genre d'intervention sur le marché des changes. C'est la Banque du Canada qui s'en occupe en sa qualité d'agent du ministre des Finances, au nom duquel sont détenues les réserves officielles de liquidités internationales du pays. Depuis un an, lorsqu'on a jugé bon de renflouer les réserves officielles, le gouvernement s'en est chargé en utilisant divers intermédiaires pour emprunter des devises étrangères.

Je crois que l'intervention qui a été pratiquée constituait une politique raisonnable dans les circonstances. Je suis convaincu qu'elle a permis d'atténuer considérablement la baisse du cours du dollar canadien au cours des quelque deux dernières années. Je sais fort bien que, de temps à autre, la publication de renseignements sur les sommes assez importantes de réserves employées pour satisfaire la demande de devises peut entraîner des réactions psychologiques qui tendent à annuler une partie des résultats positifs obtenus. Ce serait toutefois une erreur de croire que les effets d'une politique de non-intervention sur les anticipations ne seraient pas bien dommageables, car une telle politique créerait l'impression que les autorités monétaires ne se soucient guère du taux de change, ce qui ne manquerait pas de soulever partout des craintes et des inquiétudes. A mon avis, l'intervention a eu dans l'ensemble un effet stabilisateur valable sur le marché des changes. J'ajouterais même que cette opinion est partagée par les autorités d'autres pays qui ont vécu ces dernières années des problèmes de même nature. Au fond, cette approche, qui consiste à allier la politique monétaire avec la politique d'intervention sur le marché des changes en vue d'atténuer les variations du taux de change, est pratiquée, notamment par l'Allemagne, la Suisse, le Japon, les Etats-Unis. Les trois premiers ont pratiqué une politique d'intervention très énergique pour empêcher une appréciation trop rapide de leur monnaie. A cette fin, l'Allemagne a ajouté, au cours des années 1977 et 1978, 19 milliards de dollars E.-U. à ses réserves, la Suisse,

8 1/2 milliards, et le Japon, presque 17 milliards. S'ils continuent dans cette voie même après que leur monnaie s'est considérablement appréciée, c'est sans contredit qu'ils considèrent que cela en vaut la peine. Naturellement, ces trois pays ont aussi mis des politiques de taux d'intérêt à contribution. Les Etats-Unis ont eux aussi pratiqué une politique d'intervention aussi bien qu'une de taux d'intérêt pour atténuer la baisse du cours de leur monnaie. De plus, depuis quelques mois le gouvernement américain, tout comme celui du Canada, emprunte à l'étranger pour acquérir de nouvelles réserves. Il a vendu en Allemagne des titres libellés en marks, en Suisse, des titres libellés en francs suisses, et il a fait savoir qu'il aura recours au marché du yen au Japon. En outre, la Réserve fédérale a fait monter les taux d'intérêt pratiqués aux Etats-Unis.

Ce n'est pas seulement l'exemple des autres pays qui corrobore l'approche adoptée par le Canada pour atténuer la baisse du taux de change. Les autres approches qui peuvent être envisagées me semblent toutes comporter des difficultés qui leur sont propres.

L'intervention sur les marchés de change prête parfois à la critique à cause des coûts qu'elle comporterait. Mais quels coûts? Lorsque les réserves de change, y compris celles qui ont été empruntées, sont utilisées, elles sont simplement échangées sur le marché contre des dollars canadiens. Ni le montant des emprunts du gouvernement ni celui des intérêts payés n'augmentent nécessairement. Et le fardeau net de la dette extérieure de l'ensemble du pays ne s'accroît pas non plus. Ce qui importe en

l'occurrence, c'est l'ampleur du déficit du compte courant, car c'est ce qui détermine le montant net des nouveaux emprunts que l'ensemble du pays doit contracter. Le coût net que le pays doit supporter pour financer cet accroissement de la dette étrangère est par conséquent lié principalement à l'importance du solde déficitaire que dégage le compte courant. L'identité de l'emprunteur n'influence le coût que de façon marginale, et de toute façon, parmi les emprunteurs canadiens le gouvernement du Canada est celui qui peut trouver du financement à meilleur compte. Le coût final des emprunts à l'étranger sera bien sûr influencé par l'évolution des taux de change, laquelle peut entraîner des gains ou des pertes imprévus.

J'estime que la politique monétaire et la politique d'intervention que nous avons suivies ont permis d'atténuer considérablement la baisse du taux de change du dollar canadien. On ne saurait dire que les interventions ont été inefficaces pour la simple raison que le taux de change ne s'est pas redressé et qu'il a même encore baissé quelque peu ces dernières semaines. Ce qu'il faut considérer, c'est ce qui se serait produit si l'on n'avait pas appliqué ces politiques. Comme nous l'avons vu, il faut beaucoup de temps pour que se modifient les flux des échanges et, dans l'intervalle, comment aurait-on financé un déficit annuel de 5 milliards de dollars sans que le taux de change ne fléchisse d'une façon draconienne? Je suis, j'en conviens, quelque peu désappointé de ce que le cours du dollar canadien ait baissé autant et je déplore les incidences de cette baisse sur les coûts et les prix. Bien sûr, nous aurions pu prendre des mesures plus énergiques. Nous aurions pu porter les taux d'intérêt à des niveaux plus

élevés. Ce choix est toujours offert, et nous pourrions nous y arrêter au besoin. Cependant la Banque du Canada ne veut pas imposer à l'économie canadienne des taux d'intérêt plus élevés qu'il ne faut; il nous a donc fallu évaluer cette éventualité en en comparant les retombées possibles à celles d'une évolution du taux de change que nous ne souhaitons pas. Je suis d'avis qu'à cet égard nous avons atteint un équilibre satisfaisant. Naturellement, la situation aurait présenté moins de difficultés si les taux d'intérêt n'avaient pas grimpé autant aux Etats-Unis.

Pour conclure, j'aimerais ajouter que, même si le dollar canadien a baissé un peu plus que beaucoup d'entre nous ne le présageaient, nous ne devrions pas exagérer l'ampleur des problèmes ni regarder l'avenir avec appréhension. Les perspectives sont plutôt rassurantes. L'économie canadienne est à l'heure actuelle très compétitive par rapport au reste du monde. Il nous faudra du temps avant de pouvoir bénéficier pleinement de ces avantages, encore que, d'après moi, ils se manifestent déjà dans une certaine mesure. Comment ne pas voir, par exemple, la croissance remarquable de l'emploi qui se produit depuis peu? Ce que je veux faire ressortir, c'est que nous avons encore d'assez bonnes chances de nous tirer de nos difficultés actuelles avec une économie très compétitive, un taux d'inflation assez bas et, à la longue, des taux d'intérêt moins élevés. Allons-nous renoncer à ces possibilités? Je ne crois pas. Les Canadiens auraient bien tort de ne pas se montrer optimistes.