
**Allocution prononcée par Gordon Thiessen
gouverneur de la Banque du Canada
devant la Canadian Society of New York
New York (États-Unis)
le 9 mars 2000**

La conduite de la politique monétaire dans un pays voisin d'une grande puissance économique

Au cours de la dernière année, il a beaucoup été question, au Canada comme ailleurs, des avantages et des désavantages que comportent les différents régimes de change et des répercussions qu'ont ces derniers sur la politique monétaire.

L'intérêt pour ce sujet a été ravivé par les difficultés qu'ont éprouvées en 1997 et 1998 un certain nombre d'économies à marché émergent d'Asie, difficultés qui étaient en grande partie attribuables au fait que les régimes de change en vigueur dans ces pays n'étaient pas viables. En outre, la création, il y a un peu plus d'un an, d'une vaste zone où une monnaie commune est utilisée en Europe a attiré l'attention sur la question des unions monétaires. Le système de changes flottants du Canada a lui aussi fait l'objet d'un débat, en particulier au moment où notre économie devait s'ajuster aux effets de la chute des prix mondiaux des produits de base.

De nombreux changements en matière de régimes de change sont survenus récemment. Plusieurs pays asiatiques ont abandonné leurs systèmes de changes fixes en faveur d'arrangements plus flexibles. L'année dernière, c'était au tour du Brésil d'opter pour un taux de change flottant. En revanche, l'Argentine a sérieusement envisagé de renoncer à sa caisse d'émission pour adopter le dollar américain. Et, comme on le sait, l'Équateur s'est engagé en janvier dernier sur la voie de la « dollarisation » afin de tenter de restaurer sa stabilité politique et économique.

Dans un monde caractérisé par une ouverture de plus en plus grande des marchés des biens et des services, par un commerce international florissant et par d'énormes mouvements internationaux de capitaux, que peut-on dire sur les régimes de change appropriés et sur la marge de manoeuvre dont dispose un État pour mener une politique monétaire indépendante?

À mon avis, nous sommes bien placés au Canada pour fournir une analyse révélatrice de la question puisque nous avons pour voisin immédiat une économie beaucoup plus puissante que la nôtre, avec laquelle nous avons tissé des liens économiques et financiers très étroits au fil des ans. Je voudrais donc vous entretenir aujourd'hui de la conduite de la politique monétaire canadienne en régime de changes flottants. Et, pour terminer, je dirai quelques mots sur la conjoncture économique canadienne.

Les liens économiques et financiers qui unissent le Canada et les États-Unis

Nulle part ailleurs trouve-t-on deux pays qui ont autant en commun que les États-Unis et le Canada — et je ne parle pas uniquement du hockey, du baseball et de la frontière non défendue la plus longue au monde! Pour s'en convaincre, il n'y a qu'à examiner certaines données économiques.

La valeur des biens et des services qui traversent chaque année la frontière séparant le Canada des États-Unis s'élève à quelque 370 milliards de dollars É.-U., ce qui représente 40 % de notre produit intérieur brut. Le commerce avec le Canada compte pour près du cinquième de l'ensemble des échanges de biens et de services de votre pays avec l'étranger, tandis que le commerce avec les États-Unis représente près des quatre cinquièmes de nos échanges internationaux.

À la suite de l'entrée en vigueur en 1989 de l'accord de libre-échange, puis de la signature en 1994 de l'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA) englobant le Mexique, les tarifs douaniers s'appliquant au commerce entre le Canada et les États-Unis ont été éliminés pour un grand nombre de biens.

En outre, les flux financiers entre nos deux pays ne sont généralement plus soumis à aucun contrôle, et ce, presque dès le lendemain de la Seconde Guerre mondiale. Aujourd'hui, les opérations financières avec les États-Unis représentent les deux tiers de nos engagements extérieurs nets ainsi que la moitié environ de tous les avoirs et engagements internationaux du Canada en termes bruts.

Étant donné l'ampleur de l'intégration économique et financière entre nos deux pays, il n'est guère étonnant que des gens croient que le Canada devrait former une union monétaire avec les États-Unis (et éventuellement avec le Mexique) ou qu'il devrait rattacher sa monnaie au dollar américain.

Or, le cours du dollar canadien a flotté librement par rapport à celui du dollar américain pendant 42 des 50 dernières années, ce qui constitue la plus longue période d'application d'un régime de changes flottants dans un pays industriel. D'ailleurs, il y aura 50 ans en septembre prochain que nous avons opté pour la première fois pour un taux de change flottant.

Le régime de changes flottants du Canada

La principale raison pour laquelle nous laissons flotter notre monnaie est que les chocs économiques se répercutent différemment sur nos deux pays. Même lorsque le Canada et les États-Unis sont touchés par le même choc, ce dernier n'a pas forcément les mêmes effets sur leur économie respective. Le meilleur exemple de cela nous est fourni par les variations des prix mondiaux des produits de base. Bien que la part de ces produits dans l'ensemble des exportations canadiennes ait diminué de près de la moitié depuis les années 1970 — pour s'établir à environ 30 % —, le secteur primaire joue encore un rôle de poids au sein de notre économie. Aux États-Unis aussi, ce secteur est important. Cependant, à l'inverse du Canada, ce pays n'est pas un exportateur net, mais bien un importateur net de produits de base.

Par conséquent, la chute qu'ont enregistrée les cours des produits de base en 1997 et en 1998 dans le sillage de la crise asiatique s'est révélée, en fait, à l'avantage de l'économie américaine, alors en plein essor, puisqu'elle réduisait le coût des intrants et atténuait ainsi les pressions à la hausse sur le niveau général des prix. En revanche, au Canada, la faiblesse des prix des produits de base a causé une détérioration des termes de l'échange, c'est-à-dire du ratio des prix que nous obtenons pour nos exportations aux prix que nous payons pour nos importations. Entre le milieu de 1997 et la fin de 1998, les termes de l'échange se sont améliorés d'environ 3 % aux États-Unis alors qu'ils ont reculé de près de 5 % au Canada. Cela a eu une incidence négative tant sur notre revenu national que sur la rentabilité de notre secteur primaire.

Lorsque des situations comme celles-ci se produisent, notre régime de changes flottants nous aide à en absorber les répercussions. Cela ne veut pas dire qu'il peut éliminer les effets d'une diminution des prix des produits de base, mais il peut certainement les amortir, et il facilite les ajustements qui doivent s'opérer au sein de l'économie.

Dans le cas qui nous intéresse, la valeur externe du dollar canadien a perdu 12 % environ entre le milieu de 1997 et la fin de 1998, par suite de la chute de quelque 20 % que les cours mondiaux moyens (exprimés en dollars É.-U.) de nos principaux produits de base ont accusée durant cette période. En raison de la dépréciation de notre monnaie, le prix en dollars canadiens de ces produits a baissé moins que leur prix mondial, exprimé en dollars É.-U., ce qui a atténué l'incidence négative de la chute des cours sur nos exportations de matières premières. Mais, chose plus importante encore, le repli du taux de change a incité les producteurs et exportateurs canadiens de biens et de services autres que les produits de base à accroître leurs ventes à l'étranger.

Grâce à la réaction du taux de change à la diminution des cours des produits de base, les répercussions négatives de cette dernière ont été réparties plus également entre les différents secteurs de l'économie et, dans l'ensemble, ont été moins marquées qu'elles ne l'auraient été autrement. Il est vrai que la croissance du PIB réel s'est ralentie durant cette période, passant de 4 % en 1997 à 3 % en 1998, mais elle a repris par la suite pour atteindre 4 1/4 % en 1999. En outre, l'emploi est demeuré à la hausse et le taux de chômage à la baisse depuis 1997. Enfin, à la faveur de l'accélération de l'activité économique et du redressement des cours des produits de base, le dollar canadien s'est raffermi durant la dernière année.

L'autre avantage important que nous retirons de notre régime de changes flottants est qu'il nous permet de mener une politique monétaire indépendante de celle des États-Unis. En général, les économistes définissent cette forme d'indépendance comme la capacité d'un pays de se fixer son propre objectif en matière d'inflation. Cette conception de l'autonomie ne me semble pas particulièrement éclairante. Et je ne voudrais surtout pas laisser l'impression que les objectifs actuels de la politique monétaire menée aux États-Unis et l'approche utilisée par les autorités monétaires de ce pays comportent de sérieuses lacunes et que, par conséquent, le Canada aurait raison d'adopter une politique fondamentalement différente de celle suivie par son voisin. En fait, les objectifs que poursuivent les politiques monétaires canadienne et américaine sont très semblables.

Les mesures de politique monétaire agissent d'abord sur le niveau de la demande globale au sein de l'économie et, finalement, sur les prix et le taux d'inflation. Le véritable avantage qu'il y a à poursuivre une politique monétaire indépendante est que celle-ci nous donne la possibilité et la capacité de répondre aux fluctuations de la demande qui touchent notre économie de façon particulière. Afin d'illustrer mon propos, laissez-moi recourir à un épisode de notre histoire récente : le resserrement marqué des finances publiques que nous avons dû entreprendre en 1995 afin de nous attaquer aux importants déficits de notre secteur public et à l'accroissement de notre dette. Je sais que les déficits budgétaires ont également dû être réduits aux États-Unis durant les années 1990, mais le resserrement opéré dans votre pays a été bien moindre que celui qui a été effectué au Canada.

Quoi qu'il en soit, l'effet modérateur qu'a eu cette réorientation majeure de la politique budgétaire canadienne sur la demande globale commandait un assouplissement des conditions monétaires. Grâce aux progrès réalisés dans la restauration de la crédibilité sur le plan budgétaire, la Banque du Canada a été en mesure, en 1996 et 1997, d'abaisser son taux directeur à des niveaux bien inférieurs à celui de la Réserve fédérale américaine. En conséquence, tant les taux d'intérêt pratiqués sur le marché que le taux de change ont diminué, ce qui a aidé à stimuler la demande étrangère et la demande intérieure et à modérer les effets du resserrement des finances publiques sur l'activité économique.

Tout ceci vient confirmer qu'un régime de changes flottants a un important rôle à jouer dans une économie ouverte comme celle du Canada.

J'aimerais maintenant vous entretenir du cadre de conduite de la politique monétaire adopté par la Banque du Canada.

Les cibles de maîtrise de l'inflation

L'objectif de la politique monétaire canadienne est de maintenir l'inflation à un niveau bas et stable. Pour se guider dans la poursuite de cet objectif, la Banque du Canada utilise des cibles explicites en matière d'inflation; celles-ci constituent l'élément clé du cadre de conduite de la politique monétaire en place au Canada depuis le début de 1991. À l'heure actuelle, la Banque vise à contenir le taux d'inflation dans une fourchette de 1 à 3 %.

La Banque du Canada ne pourrait pas recourir à des cibles de maîtrise de l'inflation et être tenue responsable de leur réalisation si elle ne bénéficiait pas de la souplesse que lui procure un régime de changes flottants.

Mais il est vrai aussi qu'un régime de changes flottants est plus efficace et plus fiable s'il y a un engagement ferme à l'égard de cibles de maîtrise de l'inflation. Et notre aptitude à pratiquer des taux d'intérêt à court terme différents de ceux des États-Unis aux fins de la politique monétaire s'en trouve alors accrue.

Les succès que la Banque du Canada a remportés dans la réalisation des cibles poursuivies ces neuf dernières années ont contribué à convaincre le public que l'inflation allait demeurer à l'intérieur de la fourchette visée. Cela s'est vérifié durant les périodes de turbulence et de variations relativement marquées du cours du dollar canadien. Par ailleurs, le renforcement de la confiance dans la détermination de la Banque de maintenir l'inflation à un bas niveau a favorisé, en retour, le bon fonctionnement des marchés financiers, en fournissant un point d'arrimage à la valeur externe du dollar canadien.

Il s'agit là d'un phénomène relativement nouveau au Canada. Pendant les années de forte inflation, à savoir les années 1970 et 1980, trop souvent une dépréciation de la monnaie engendrait des craintes d'une nouvelle montée de l'inflation, ce qui faisait baisser encore davantage le dollar canadien et poussait les taux d'intérêt à la hausse.

Inutile de préciser que c'est seulement lorsque les attentes concernant l'inflation et la valeur future de la monnaie sont bien ancrées qu'il devient possible de mener une politique monétaire indépendante. Car ce n'est qu'à partir de ce moment que les fluctuations du taux de change permettent aux taux d'intérêt réels canadiens (c'est-à-dire une fois l'inflation prise en compte) d'évoluer différemment de leurs pendants américains.

En d'autres termes, les mesures de politique monétaire ne peuvent amener les taux d'intérêt réels canadiens à se situer à un niveau inférieur aux taux américains pendant un certain temps que si les marchés sont suffisamment convaincus que le Canada est décidé à

appliquer des politiques macroéconomiques prudentes et que s'il existe des attentes raisonnables d'une appréciation, en termes réels, de notre monnaie dans l'avenir.

Dans ce contexte, je suis persuadé que, sans nos cibles explicites de maîtrise de l'inflation, nous n'aurions pas pu avoir au Canada des taux d'intérêt inférieurs en général à ceux en vigueur aux États-Unis, comme cela a été le cas ces quatre dernières années. Je devrais ajouter aussi qu'une telle situation n'aurait pas non plus été possible si les gouvernements canadiens n'avaient pas réussi, durant la seconde moitié des années 1990, à réduire les déficits budgétaires et à diminuer l'ampleur de la dette publique par rapport à la taille de notre économie (j'entends par là le ratio de la dette au PIB).

Cependant, je comprendrais que vous vous interrogiez sur l'utilité réelle des cibles de maîtrise de l'inflation étant donné que les États-Unis ont affiché de façon constante une tenue économique vigoureuse et un bas taux d'inflation sans leur concours.

Le principal élément à considérer à ce sujet est la crédibilité de la politique monétaire. Et celle-ci n'est pas nécessairement liée à la présence de cibles d'inflation. Comme le montre l'expérience américaine, un engagement ferme dans le maintien d'un bas taux d'inflation peut tout à fait convenir. Mais dans les cas où l'évolution des prix n'a pas été particulièrement favorable, les cibles d'inflation *peuvent* contribuer à accroître la confiance du public dans l'engagement de la banque centrale de maintenir l'inflation à un bas niveau. Or, du début des années 1970 au début des années 1990, le Canada a affiché en moyenne un taux d'inflation légèrement supérieur à celui des États-Unis.

D'autres facteurs entrent aussi en jeu, comme la taille et le poids de l'économie des États-Unis ainsi que le fait que le dollar américain est la monnaie de réserve la plus utilisée au monde. Tout cela suscite un intérêt considérable de la part des investisseurs et une confiance plus grande des marchés dans le dollar américain que dans les autres devises, surtout en période de turbulences. L'économie canadienne, quant à elle, est beaucoup plus petite et plus ouverte également.

Pour toutes les raisons que je viens d'évoquer, nous avons dû, au Canada, nous engager fermement à poursuivre un objectif plus concret en matière de politique monétaire, que nous avons exprimé sous forme de cibles d'inflation explicites.

L'importance de politiques macroéconomiques crédibles

En résumé, je dirai que l'expérience canadienne d'un régime de changes flottants et d'une politique monétaire « sur mesure », en dépit de la forte intégration économique et financière de notre pays avec son puissant voisin américain, constitue un modèle intéressant pour tous ceux qui désirent explorer la gamme des options disponibles en ce qui concerne les taux de change et la politique monétaire.

Lorsque j'examine ce que nous avons vécu ces dernières décennies en matière de taux de change, une chose me paraît très évidente, et c'est l'importance de mettre en œuvre des politiques macroéconomiques crédibles. Sans une politique budgétaire saine et un engagement résolu et explicite envers la maîtrise de l'inflation, les marchés des changes n'auront pas pleinement confiance dans la valeur fondamentale de la monnaie. En conséquence, l'aptitude d'un régime de changes flottants à réagir à des chocs et à faciliter les variations des taux d'intérêt nécessaires à la conduite d'une politique monétaire indépendante serait gravement compromise.

Et c'est là le cœur de la question. Aucun régime de taux de change ne peut remédier à de mauvaises politiques économiques. Cela est vrai aussi bien pour un régime de changes flottants que pour les autres options possibles, comme un régime de changes fixes ou une union monétaire, même si cette dernière est réalisée avec le pays à l'économie la plus importante et la plus dynamique du monde.

Parce que l'économie mondiale évolue rapidement et devient de plus en plus ouverte, le besoin de flexibilité est plus pressant encore qu'auparavant. De fait, je suis convaincu que le régime de changes flottants dont s'est doté le Canada reste à même de l'aider à relever les défis issus des nouvelles réalités économiques.

La situation économique actuelle au Canada

Avant de terminer, j'aimerais dire quelques mots sur la conjoncture économique au Canada.

L'année 1999 a été favorable pour l'économie canadienne.

Nos industries exportatrices ont bénéficié du dynamisme de l'activité aux États-Unis, et l'amélioration générale des conditions économiques à l'échelle mondiale s'est traduite par un redressement des cours des produits de base. Les gains qui en ont résulté au chapitre des revenus et de l'emploi au Canada ont donné lieu à une augmentation de la demande intérieure. Selon des données statistiques révisées récemment, l'expansion a été plus forte en 1999 que ce que l'on avait d'abord estimé.

Et la vigueur de notre économie ne s'est pas démentie depuis le début de l'année. De fait, d'après certains calculs, notre appareil de production pourrait bien déjà tourner à plein régime.

Mais, comme cela a été le cas aux États-Unis depuis quelque temps déjà, le Canada est aussi le théâtre d'une hausse des investissements en machines et matériel ainsi que dans les nouvelles technologies; et cela devrait se traduire par un accroissement de sa

productivité et de ses capacités de production. Nous ne pouvons cependant pas établir avec certitude l'ampleur de cet accroissement.

Cette incertitude est une source de préoccupation pour la Banque du Canada, qui veut éviter que la croissance de l'économie canadienne ne devienne trop rapide. Nous risquerions alors d'atteindre trop brusquement les limites de notre capacité de production, ce qui causerait des goulots d'étranglement et des pénuries susceptibles d'alimenter une recrudescence de l'inflation.

Pour atténuer ce risque, la Banque a relevé deux fois son taux d'escompte, soit en novembre et en février, emboîtant ainsi le pas à la Réserve fédérale américaine. Les dernières données indiquent que la demande extérieure de produits canadiens, principalement celle en provenance des États-Unis, est plus soutenue qu'on ne l'avait prévu. Dans ces circonstances, il est impératif que la banque centrale fasse preuve de vigilance.

De plus, compte tenu de l'incertitude entourant les estimations de la production potentielle en cette période de changements structurels, la Banque surveille de près un vaste éventail d'indicateurs pour déceler le plus tôt possible tout signe de pressions sur les capacités de production et les prix.

Jusqu'à maintenant, les résultats que nous avons obtenus au chapitre de l'inflation sont un peu meilleurs que ce à quoi nous nous attendions. Si le taux d'accroissement de l'IPC global sur la période de douze mois terminée en janvier a été de 2,3 %, l'inflation mesurée par notre indice de référence (qui exclut l'alimentation, l'énergie et l'effet des modifications des impôts indirects) a été de 1,3 % et continue donc de se situer dans la moitié inférieure de la fourchette cible de 1 à 3 %.

Cette tenue favorable de l'inflation est de bon augure pour la poursuite de l'expansion économique au Canada. Mais il reste à savoir si cette expansion s'accompagnera de solides gains de productivité, comme cela a été le cas aux États-Unis.

Une chose est certaine toutefois. La Banque du Canada doit s'attacher à maintenir l'inflation à un niveau bas et stable. Sinon, elle risquerait de compromettre la poursuite de l'expansion et les gains de productivité potentiels.