
**Allocution prononcée par Gordon Thiessen
gouverneur de la Banque du Canada
à *La Conférence de Montréal*
Montréal, Québec
le 27 mai 1998**

**La mondialisation des marchés financiers et la
politique monétaire**

La mondialisation - c'est-à-dire l'intégration et l'interdépendance croissantes des économies nationales - transforme radicalement le paysage économique. Les échanges de biens et de services entre pays augmentent, un nombre grandissant de firmes font des affaires au-delà des frontières de leur pays et les épargnants ainsi que les emprunteurs jouissent d'un meilleur accès que jamais aux marchés financiers mondiaux. Au cours des dix dernières années, le commerce mondial a progressé deux fois plus rapidement que la production mondiale, les investissements directs étrangers, trois fois plus vite, et les opérations boursières et les opérations sur devises, dix fois plus vite.

Tous ne reconnaissent pas les bienfaits de la mondialisation pour les économies nationales ou pour l'ensemble de la communauté internationale. L'une des craintes de ceux qui doutent de ces bienfaits est que l'influence accrue des marchés financiers internationaux ne mine la capacité des États à mener leurs propres politiques macroéconomiques. Ils considèrent également que les marchés financiers pourraient être les principaux responsables des crises qui ont secoué le Mexique en 1994 et 1995 ainsi que l'Asie du Sud-Est en 1997.

Vous ne serez peut-être pas surpris si je vous dis que je ne partage pas ces craintes. Et c'est pourquoi j'aimerais vous parler aujourd'hui d'un aspect en particulier de la mondialisation des marchés financiers, soit la conduite de la politique monétaire dans ce nouveau contexte. En m'inspirant fortement de l'expérience canadienne, je compte montrer que la politique monétaire peut conserver son efficacité dans une économie internationale de plus en plus intégrée.

Les marchés canadiens sont depuis longtemps ouverts aux produits, aux services et aux capitaux étrangers. Cette interaction avec le reste du monde a été couronnée de succès et, à mon avis, a été profitable tant aux Canadiens qu'à leurs partenaires étrangers.

Grâce à l'ouverture des marchés internationaux, les Canadiens ont pu vendre leurs produits et services à l'étranger et importer une grande variété de biens qui, dans certains cas, ne peuvent être fabriqués facilement ici, au Canada. Cela nous a permis également de profiter des occasions d'investissement et d'établir des entreprises à l'étranger. Mais ce qui est plus important encore, c'est que nous avons pu utiliser l'épargne étrangère pour financer les grands projets d'investissement nécessaires à l'amélioration de notre infrastructure industrielle et de notre capacité de production, en particulier dans le secteur manufacturier et dans celui des ressources naturelles. L'ouverture des marchés nous a aussi donné accès aux innovations et aux processus techniques mis au point dans d'autres pays, ce qui nous a permis de combiner plus efficacement de nouveaux biens d'équipement et une main-d'oeuvre qualifiée et ainsi d'augmenter la productivité et, par conséquent, nos revenus et notre niveau de vie.

Néanmoins, au Canada comme ailleurs, la croissance rapide des flux financiers internationaux et ses effets possibles soulèvent des inquiétudes. Quelle influence la libre circulation des capitaux a-t-elle sur la conduite de la politique monétaire d'un pays?

La mobilité du capital et son incidence sur la politique monétaire

L'intégration croissante des marchés financiers nationaux, comme en témoigne la croissance fulgurante du volume des mouvements de capitaux transfrontaliers depuis le début des années 1970, a indéniablement modifié le contexte dans lequel sont menées les politiques économiques nationales. La mondialisation a amené les marchés à examiner de plus près ces politiques et à cerner les problèmes économiques graves qui pourraient exister. Toutefois, nous ne sommes pas, comme le prétendent certains, à la merci des marchés, et nous n'avons pas non plus perdu la maîtrise de notre politique monétaire.

Premièrement, que signifie vraiment * avoir la maîtrise + de sa politique monétaire? Par politique monétaire indépendante ou autonome, beaucoup de gens entendent la capacité pour une banque centrale de fixer les taux d'intérêt intérieurs sans tenir compte des facteurs extérieurs. Ce point de vue n'est pas réaliste, sauf, bien sûr, si l'on vit entièrement coupé du reste du monde! Dès qu'un pays a l'intention de recourir à l'épargne internationale, ou d'investir une partie de sa propre épargne à l'étranger, il s'établit forcément un lien entre les taux d'intérêt intérieurs et les taux étrangers. Comme le Canada est un grand utilisateur de capitaux étrangers, ses taux d'intérêt sont depuis longtemps étroitement liés aux taux en vigueur aux États-Unis et sur d'autres places financières.

Toutefois, même lorsque les marchés financiers sont intégrés, un pays peut conserver une certaine indépendance dans la conduite de sa politique monétaire par l'entremise des mouvements du cours de sa monnaie. Mais il doit pour cela être doté d'un régime de taux de change flottants. Si le taux de change de sa monnaie est fixe, il suit dans les faits la politique monétaire d'un autre pays, soit celui sur lequel sa monnaie est alignée. Si les taux d'intérêt que pratiquent ce pays montent, les taux en vigueur dans le pays dont le taux de change est fixe devront aussi augmenter suffisamment pour que le même alignement soit maintenu. C'est pourquoi une banque centrale dont la politique monétaire est axée sur des parités fixes ne peut pas en même temps poursuivre un objectif intérieur.

Les pays membres de l'Union européenne, qui ont décidé d'adopter une monnaie unique, l'euro, ont choisi essentiellement d'abandonner la capacité de mener une politique monétaire indépendante au profit d'une institution supranationale, la Banque centrale européenne (BCE). Et, bien entendu, pour que la BCE soit en mesure de poursuivre une politique monétaire indépendante, l'euro devra flotter par rapport aux autres grandes monnaies, comme le dollar américain et le yen japonais.

Ainsi, dans un monde où les marchés financiers sont ouverts et intégrés, le taux de change est l'un des principaux mécanismes par lesquels les mesures de politique monétaire se transmettent à l'économie. De plus, ce sont les variations du taux de change qui permettent aux taux d'intérêt intérieurs d'être différents pendant un certain temps des taux en vigueur à l'étranger. Par exemple, un relèvement du taux d'intérêt officiel par la banque centrale, en réaction à des pressions de la demande et à des pressions inflationnistes au sein de l'économie, fait

augmenter le taux de change, ce qui contribue aussi à atténuer ces pressions. En même temps, l'appréciation de la monnaie met en place les conditions qui permettront aux autres taux intérieurs de suivre le mouvement du taux officiel et de monter à des niveaux pouvant dépasser ceux des taux pratiqués à l'étranger. Cela est dû au fait que le taux de change est maintenant perçu comme étant supérieur à son niveau attendu et, partant, à ce qu'il baisse à l'avenir. Dans ce contexte, les marchés financiers feront grimper les taux d'intérêt intérieurs afin de contrebalancer la baisse attendue du cours de la monnaie.

Maintenant que nous avons clarifié la question de l'indépendance de la politique monétaire, j'aimerais parler des effets de la mobilité accrue des capitaux sur la conduite de cette dernière. Une plus grande mobilité accroît en effet l'importance du rôle du taux de change dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire, ce qui n'est pas une mauvaise chose en soi. Cela signifie simplement que nous devons toujours tenir compte du taux de change lorsque nous déterminons l'orientation de la politique monétaire qui est compatible avec la conjoncture économique interne. C'est dans cet esprit que nous avons élaboré, au Canada, le concept de * conditions monétaires +, qui sert à mesurer l'effet combiné sur l'économie des mouvements des taux d'intérêt et de ceux du taux de change.

Dans un régime de taux de change flottants, étant donné le rôle accru que joue le cours de la monnaie dans la transmission des mesures de politique monétaire, il est impératif également que les attentes des investisseurs au sujet des mouvements futurs de la monnaie soient solidement appuyées par des politiques macroéconomiques claires et crédibles.

La banque centrale doit donc s'engager fermement à préserver la valeur interne de la monnaie en maintenant l'inflation à un bas niveau. C'est pourquoi, au Canada, nous avons adopté des cibles explicites de maîtrise de l'inflation. Mais, à lui seul, cet engagement ne suffit pas. Il importe aussi que les gens croient que les administrations publiques maîtrisent leurs finances. Sinon, à mesure que les déficits s'accumulent et que le niveau d'endettement augmente, les investisseurs en viennent à craindre la mise en oeuvre, dans l'avenir, de politiques inflationnistes pour réduire le fardeau de la dette.

Les retombées que la crise du peso mexicain en 1994-1995 et l'agitation qui a secoué dernièrement les marchés asiatiques ont eues sur l'économie canadienne sont très

instructives à cet égard. La crise du peso a attiré l'attention des marchés sur les difficultés budgétaires que notre pays éprouvait à l'époque, de sorte que les primes de risques exigées sur les taux canadiens ont grimpé en flèche. Lors de la récente crise en Asie, toutefois, étant donné l'assainissement de nos finances publiques et les engagements fermes pris par les autorités monétaires et budgétaires, les marchés financiers ont été beaucoup plus stables et nos taux d'intérêt à long terme se sont inscrits en baisse.

Bien sûr, les pressions sur le cours d'une monnaie peuvent aussi être déclenchées par ce que l'on appelle un * choc réel +. Au Canada, de tels chocs sont souvent liés à des fluctuations marquées des cours mondiaux des produits de base. Lorsque cela se produit, un taux de change flottant peut servir à amortir le choc, en permettant à une partie de l'ajustement nécessaire de s'opérer au moyen de variations du cours de la monnaie.

Le Canada a choisi il y a longtemps de se doter d'un régime de taux de change flottants, en grande partie à cause des avantages que procure un tel régime du fait qu'il facilite l'ajustement aux chocs externes. Cela est important pour nous, car nous dépendons fortement du commerce international et de l'épargne étrangère. En tant que grand exportateur de produits de base, le Canada a souvent été touché par des fluctuations marquées des prix mondiaux de ces produits qui, à leur tour, ont provoqué d'importants mouvements de capitaux. De fait, la décision de laisser flotter le dollar canadien, qui a été prise en 1950 et renouvelée en 1970 (après une courte période de parités fixes), a été motivée par de fortes entrées de capitaux associées à un renchérissement des produits de base. Dans les deux cas, nous avons choisi de laisser le dollar canadien s'apprécier plutôt que de chercher à maintenir une parité fixe et risquer ainsi d'alimenter une expansion monétaire inflationniste et déstabilisatrice.

Je suis convaincu que, dans l'ensemble, un régime de taux de change flottants est le meilleur outil dont un pays peut se doter pour tirer parti de l'intégration des marchés de capitaux et faire face aux chocs externes qui se produisent de temps à autre.

L'imposition des opérations sur devises est-elle la solution aux fluctuations du taux de change?

Selon certains, l'intégration des marchés financiers à l'échelle internationale provoque d'importants mouvements de capitaux spéculatifs à court terme, qui peuvent causer des pressions non justifiées sur le taux de change. Ces opérations spéculatives, disent-ils, entravent les politiques macroéconomiques d'un pays, entraînent une mauvaise répartition temporaire des ressources, ralentissent les échanges commerciaux et incitent les entreprises et les particuliers, qui cherchent à se protéger, à conclure davantage d'opérations financières improductives.

Ce raisonnement a poussé certaines personnes à relancer l'idée d'une taxe semblable à celle que proposait le professeur James Tobin dans les années 1970 pour dissuader les investisseurs d'effectuer des opérations sur devises.

Les arguments en faveur de l'imposition des opérations financières internationales reposent sur l'hypothèse que l'imposition d'une taxe empêcherait les mouvements à court terme, perçus comme déstabilisateurs, sans nuire aux mouvements à long terme, qui eux sont considérés comme souhaitables et compatibles avec les facteurs fondamentaux.

Mais les mouvements de capitaux à court terme sont loin d'être tous indésirables et déstabilisateurs. Et il n'existe aucun moyen de faire la distinction entre les mouvements utiles et ceux qui ne le sont pas. Par exemple, comme les entrées et les sorties de capitaux associées aux échanges commerciaux et aux investissements étrangers ne s'annulent pas toujours complètement, certains mouvements de capitaux à court terme sont habituellement nécessaires pour aider à équilibrer la balance extérieure d'un pays. De tels mouvements surviennent souvent en réponse aux fluctuations réelles ou prévues du cours d'une monnaie, de sorte qu'ils aident à atténuer ces fluctuations. Comme ils sont souvent motivés par une légère différence entre les taux de rendement attendus dans un pays et les taux étrangers, une taxe pourrait bien les empêcher de se produire. En revanche, dans le cas des mouvements spéculatifs, où l'investisseur * parie + sur une forte variation du cours de la monnaie, les rendements attendus sont élevés. Ces mouvements sont donc peu susceptibles d'être découragés par l'imposition d'une taxe. En dernière analyse, l'imposition des opérations sur devises accentuerait probablement la volatilité des taux de

change au lieu de l'atténuer et, en plus, réduirait la liquidité des marchés et ferait augmenter le coût du capital.

De plus, lorsque les fluctuations des marchés financiers sont attribuables à des modifications des politiques macroéconomiques qui exposent les investisseurs à plus de risques, il est clair qu'une taxe s'attaquerait davantage aux symptômes qu'à la cause du mal.

En somme, les arguments en faveur de l'imposition des opérations sur devises ne me convainquent pas du tout.

Promouvoir une plus grande stabilité des marchés financiers

Si l'adoption d'une taxe n'est pas indiquée, de quel autre moyen disposons-nous pour favoriser une plus grande stabilité des marchés financiers internationaux et réduire les obstacles potentiels à la conduite des politiques intérieures?

J'ai déjà exposé les mérites des taux de change flottants dans l'ajustement aux chocs réels et la manière dont ceux-ci permettent aux autorités d'un pays de mener une politique monétaire indépendante. Ils peuvent également contribuer à modérer la taille des flux de capitaux et favoriser les ajustements à ces flux.

En outre, les gouvernements prennent de plus en plus conscience du fait que la meilleure façon de réaliser la stabilité financière sur le plan international n'est pas de s'isoler ou de s'en remettre à des restrictions coûteuses, mais plutôt de recourir à des politiques macroéconomiques saines et transparentes.

La coopération internationale peut aussi s'avérer utile. Elle peut en effet inciter les pays à mener chez eux des politiques favorisant la stabilité économique, ce qui diminue les risques de variations brusques de l'humeur des marchés et de fluctuations marquées du taux de change. Elle peut également amener la communauté internationale à établir des normes généralement acceptées en matière de transparence et de divulgation de l'information. De telles normes devraient aider les marchés à porter des jugements plus éclairés sur les risques que présentent certains placements, en particulier dans les économies de marché naissantes, et contribuer ainsi à prévenir

les crises qui éclatent lorsque les problèmes sont soudainement mis au grand jour.

À la suite du sommet du Groupe des Sept qui s'est tenu à Halifax en 1995, une série d'initiatives visant un meilleur fonctionnement des marchés financiers ont été lancées, en grande partie sous les auspices du Fonds monétaire international et de la Banque des Règlements Internationaux. Celles-ci ont pour but d'améliorer la transparence et le mode de divulgation des données financières et économiques, de renforcer la surveillance des systèmes financiers nationaux et internationaux, de mettre en place des mécanismes de soutien pour les périodes de crise et de fournir de la formation dans le domaine de la supervision du secteur financier.

Conscient de l'importance de ces efforts, le Canada a récemment proposé la création d'un mécanisme international qui permettrait l'inspection par * les pairs + des systèmes de réglementation et de supervision financières des pays. Une gestion efficace et prudente des systèmes financiers nationaux peut contribuer à réduire les risques associés aux mouvements internationaux de capitaux et à en maximiser les avantages. À ce chapitre, les organismes nationaux de supervision doivent veiller à ce que les institutions financières soient dotées de systèmes de gestion des risques adéquats pour réduire le plus possible les risques, en particulier ceux qui découlent d'un mauvais appariement des échéances et des devises. Cela faciliterait les choses lorsque des entrées de capitaux à court terme se transforment en sorties. L'une des principales causes de la crise asiatique est que les institutions financières des pays en cause ont contracté des emprunts à court terme en devises étrangères pour investir dans des avoirs intérieurs non liquides.

Conclusion

En résumé, la mondialisation a eu dans l'ensemble des effets bénéfiques sur l'économie mondiale. L'existence de marchés financiers internationaux a donné aux emprunteurs un meilleur accès à une plus grande réserve de capitaux et elle a augmenté les possibilités d'investissements pour les épargnants du monde entier.

Certes, les mouvements de capitaux internationaux ont par moments perturbé les marchés financiers de certains pays. Mais, la plupart du temps, la turbulence était due à des

politiques internes insoutenables et elle faisait ressortir la nécessité de procéder à des ajustements.

Compte tenu des avantages que procure dans l'ensemble un meilleur accès aux marchés mondiaux des capitaux, il serait malvenu de limiter la libre circulation de ces capitaux. Le meilleur moyen de profiter au maximum de la mondialisation des marchés financiers et de réduire les risques d'entrave aux politiques macroéconomiques nationales est de faire en sorte que ces politiques soient saines et soutenables. De plus, il faut que les systèmes financiers soient prudemment gérés et surveillés aux niveaux national et international.

Ici, au Canada, nous avons adopté cette approche dans la conduite de nos politiques macroéconomiques. De plus, nous appuyons fortement les initiatives internationales visant à promouvoir la stabilité financière partout dans le monde et y apportons notre contribution.