

[Texte]

Your caveat, if I can put it that way, is not whether it happened but whether it could have been more, which I would say is a very second-order caveat. I would say that if we don't sustain confidence, it's very difficult to get. I also point out that not only did we get declines in short-term rates, we also got important declines in long-term rates. In fact, interest rates across the whole spectrum of interest rates came down.

• 1550

**Mr. Gray:** But if the market was ready to have lower short-term rates during the period when the bank intervened, why wouldn't you accept the view of the market in that regard and have even lower short-term rates, which would have been the case if not for such intervention?

**Mr. Crow:** The simple answer is because the market is not running monetary policy, the Bank of Canada is, but I should expand upon that because it's not a complete answer. The point is, people in markets—and we have great respect for markets because they are a very good test of what's going on—are putting up money. Markets have a tendency to run away with themselves. Markets are not conducting monetary policy, people in markets are trying to make money. They are not themselves in their decisions particularly concerned about whether the Bank of Canada's movements are sustainable, they are just trying to predict what might happen and make the best guesses they can about what will happen one week, two weeks, three weeks, a month from now, and make money on that basis.

That is not the basis on which a monetary policy is conducted. Monetary policy is conducted on a somewhat different basis, in the context of markets, in the context of market expectations, in the sincere attempt to guide market expectations to the extent we can in a constructive way and work with them rather than against them, but not to let movements, as best we can, move in a haphazard way and therefore kill the goose that lays the golden egg. We want interest rates not only to go down but to stay down.

**Mr. Gray:** Now if I can turn to another area, shortly before the meeting began somebody drew to my attention page S-22 of section A.1 of your March 1992 Bank of Canada Review and I'd like to draw your attention to the top of the page where you see "Consumer Price Index, Year to Year Percentage Change". Then you have "All Items", and if you look down the column to 1992 for January, you see 1.6. Then you see "Contribution of Indirect Taxes", 1.2, which suggests this percentage change is largely composed of the effects of indirect taxes. Do I read that correctly? If I don't, please stop me.

**Mr. Crow:** Yes, yes. Plus some negative items. Food and energy.

**Mr. Gray:** Yes. Then you have "Total Excluding Food and Energy" and you have 2.9, and then you have "Contribution of Indirect Taxes" at 1.3. Now, for the purpose of this index, how do you define indirect taxes?

[Traduction]

Votre réserve, si je puis m'exprimer ainsi, ne porte pas sur ce qui s'est produit, mais sur ce qui aurait pu se produire, et je dirais que c'est une réserve tout à fait secondaire. En effet, si nous ne maintenons pas la confiance, c'est très difficile à faire. J'aimerais également souligner que non seulement nous avons réussi à réduire les taux d'intérêt à court terme, mais nous avons également obtenu une diminution importante des taux à long terme. En fait, les taux d'intérêt dans leur ensemble ont diminué.

**M. Gray:** Mais si le marché était prêt à accepter des taux d'intérêt à court terme inférieurs au cours de la période où la banque est intervenue, pourquoi ne pas avoir accepté l'opinion du marché à ce sujet et des taux d'intérêt à court terme encore plus bas, ce qui aurait été le cas, n'eût été votre intervention?

**M. Crow:** Tout simplement parce que ce n'est pas le marché qui dirige la politique monétaire, c'est la Banque du Canada; mais permettez-moi d'en dire plus long à ce sujet. En fait, ce sont les acteurs du marché—et nous avons beaucoup de respect pour les marchés, car leurs réactions sont très révélatrices de ce qui se passe—qui fournissent les fonds. Les marchés ont tendance à s'emballer. Les marchés ne dirigent pas la politique monétaire; les acteurs tentent d'y faire de l'argent. Dans leurs décisions, ils ne se préoccupent pas particulièrement de savoir si les mesures prises par la Banque du Canada peuvent être maintenues; ils essaient tout simplement de prédire le mieux possible ce qui se produira dans une semaine, deux semaines, trois semaines, quatre semaines, et de réaliser des gains.

Ce n'est pas ainsi que l'on applique une politique monétaire. En effet, celle-ci doit être menée d'une façon différente, dans le contexte des marchés, des attentes du marché, selon le désir sincère d'orienter les attentes du marché le plus possible d'une façon constructive, d'aller dans le même sens qu'elles, et non pas contre elles, tout en empêchant, dans la mesure du possible, que les mouvements des taux d'intérêt se fassent au petit bonheur, tuant ainsi la poule aux oeufs d'or. Nous voulons que les taux d'intérêt non seulement diminuent, mais aussi qu'ils ne remontent pas.

**M. Gray:** Permettez-moi maintenant de passer à un autre sujet. Peu avant la réunion, on a attiré mon attention sur la Revue de la Banque du Canada de mars 1992, page S-22, section A.1. Voulez-vous vous reporter au haut de la page, à «Indice des prix à la consommation, Changement de pourcentage d'année en année»? Ensuite, à «Vue d'ensemble», vous verrez au bas de la colonne, à 1992, qu'en janvier, on donne 1,6 p. 100. Ensuite, à «Part des taxes indirectes», 1,2 p. 100, ce qui laisse supposer que ce changement provient surtout des taxes indirectes. Ai-je bien compris? Sinon, veuillez me le dire.

**M. Crow:** Oui, oui. Il y a également des articles négatifs. Les aliments et l'énergie.

**M. Gray:** Oui. Ensuite, à «Total—Aliments et énergie exclus», vous donnez 2,9 p. 100, et les taxes indirectes représentent 1,3 p. 100. Comment définissez-vous les taxes indirectes dans cet indice?