
LA POLITIQUE MONÉTAIRE D'APRÈS-GUERRE

Déclaration du Gouverneur de la Banque du Canada,
M. G.F. Towers, à une séance du comité permanent
de la Banque et du Commerce à la Chambre des com-
munes, le 18 mars 1954, relativement au Bill 297,
loi modifiant la Loi sur la Banque du Canada.

LIBRARY FILE COPY
EXEMPLAIRE DE LA BIBLIOTHÈQUE

La politique monétaire d'après-guerre

Il est bon, comme fond de tableau pour toute étude portant sur les régimes financiers ou économiques en cours durant la période d'après-guerre, de rappeler certains faits relatifs aux changements dans la production et les prix qui se sont produits au Canada à cette époque:

- a) De 1946 à 1953, notre production totale de marchandises et de services a vu son volume réel augmenter d'environ 32 p. cent.
- b) Le niveau des prix a accusé une hausse moins élevée au Canada, par comparaison à la période d'après-guerre, qu'aux Etats-Unis et cette hausse a été considérablement moindre au Canada que dans la plupart des autres pays.

Etant donné qu'à peu près aucune ressource ne demeura inactive au Canada pendant ces années, une augmentation de la demande monétaire plus forte que celle qui se produisit eût surtout occasionné des prix plus élevés et donné lieu dans une proportion moindre seulement à une production accrue. Par ailleurs, il est probable que la hausse de notre niveau des prix n'aurait pu être maintenue sensiblement inférieure à celle des Etats-Unis sans sacrifier une part appréciable de la hausse réalisée dans notre production. En l'occurrence, le Canada est donc venu près de connaître le meilleur rapprochement possible de conséquences, c'est-à-dire une augmentation de production s'approchant du maximum réalisable, alliée à une hausse de notre niveau des prix qui rejoignait presque le chiffre minimum possible, étant donné l'augmentation des prix aux Etats-Unis et dans le monde entier. Chacun est libre toutefois de tirer ses propres conclusions à ce sujet et je mentionne ici les changements subis par notre production et nos prix dans le seul but d'établir une sorte de vue d'ensemble pratique qui permettra de mieux observer les méthodes monétaires adoptées et leurs effets.

Tout d'abord, permettez-moi de mentionner brièvement les effets de la guerre sur notre constitution financière et de vous décrire l'état de cette constitution au 31 mars 1946, date qui me servira de point de départ pour

étudier la période d'après-guerre dans le monde de la finance. Je choisis cette date parce qu'elle représente le début de la première année financière qui suivit la fin de la guerre et l'année où le budget retrouva son équilibre.

Durant les sept années financières qui vont de 1940 à 1946 inclusivement, le Gouvernement réussit à rencontrer environ 57 p. cent de ses dépenses au moyen de son revenu courant. Il avait concurremment recueilli en impôts un montant qui, croyait-on, s'approchait raisonnablement du maximum procurable, même en temps de guerre, sans nuire sérieusement à la bonne volonté du contribuable. Le Gouvernement n'en connut pas moins des déficits budgétaires dont le total dépassa dix milliards de dollars au cours des sept années financières qui font l'objet de la présente étude. En opposition à ces déficits énormes se trouvaient évidemment des sommes d'argent tout aussi considérables qui affluaient aux mains du public. Dans la proportion où ces montants ne pouvaient être récupérés par des emprunts auprès du public, les prêts des banques demeuraient courants et constituaient une addition nette au montant d'argent reposant entre les mains du public. Vu les limites imposées à l'approvisionnement civil de marchandises et de services offerts en vente pendant les années de guerre, les possibilités d'inflation résultant de cette situation devenaient forcément très fortes. C'est pourquoi de grands efforts furent faits à l'occasion des emprunts de la Victoire pour amener la population du temps de guerre à acheter et à conserver des Obligations de la Victoire.

En dépit de tentatives énergiques pour financer la guerre au moyen d'impôts et d'emprunts non-inflationnaires, il devint évident vers l'automne de 1941 que ces méthodes de défense contre l'inflation devraient être complétées par d'autres mesures si l'on voulait enrayer l'ascension constante des prix et des coûts. Le Gouvernement adopta un plafonnement général des prix et une régie des salaires. En diverses occasions il imposa le rationnement d'un certain nombre de denrées et, dans certains cas, il eut également recours aux

subventions afin d'assurer le maintien du plafonnement des prix pour diverses marchandises. Ces régies, prises dans leur ensemble, facilitèrent l'épargne populaire et, particulièrement dans le cas du rationnement, elles imposèrent une certaine épargne involontaire au public. En s'ajoutant à une épargne volontaire et patriotique qui, je n'en doute pas, aurait été de toute façon très élevée, elles hissèrent l'épargne particulière au niveau extraordinairement élevé de 25 p. cent du revenu personnel dont le public put disposer pendant l'année 1944. Cette épargne a évidemment influé notablement sur la quantité d'Obligations de la Victoire que le public pouvait et tenait à acheter.

Pendant toute la période allant du 31 mars 1939 au 31 mars 1946, il y eut une forte hausse dans l'épargne liquide accumulée par les particuliers et les corporations; cette hausse correspondant au déficit budgétaire déjà mentionné et aux besoins d'argent éprouvés par le Gouvernement en dehors du budget. Les titres du Gouvernement au portefeuille public augmentèrent de plus de 8 milliards de dollars pour atteindre trois fois et demie le total d'avant-guerre et les dépôts faits par le public dans les banques à charte s'accrurent de \$2,700,000,000 soit plus du double du chiffre d'avant-guerre. Les dépôts bancaires faisant partie de l'épargne du public en temps de guerre eurent comme principale contre-partie l'augmentation de \$2,500,000,000 notée dans les titres du Gouvernement au portefeuille des banques à charte pendant la même période. Il n'y eut qu'une faible augmentation nette dans les prêts des banques.

Durant la guerre et à venir jusqu'au mois de mars 1946, les prix au consommateur augmentèrent d'environ 20 p. cent au Canada et les prix du gros d'environ 40 p. cent. Ce record fut généralement considéré excellent - sans doute aucun autre pays combattant ne fit mieux - mais la situation créée ici et ailleurs rendit inévitable une certaine hausse d'après-guerre dans les prix. A la suite des déficits du temps de guerre, qui furent plus élevés, toute proportion gardée, aux Etats-Unis et dans la plupart des autres pays qu'au Canada, la population de tous les pays combattants avait accumulé en

portefeuille des avoirs liquides extraordinairement élevés, sous forme de monnaie ou d'obligations du Gouvernement. Dès la disparition des restrictions imposées par le patriotisme, toutes ces populations voudraient utiliser leurs avoirs liquides pour se procurer les objets dont elles avaient dû se passer pendant la guerre mais qui n'étaient pas encore disponibles dans les quantités requises. Et surtout si la régie des prix et autres venaient à être abolies rapidement une ascension hâtive des prix et des coûts s'ensuivrait sûrement.

Au printemps de 1946, l'abolition rapide de la régie des prix était à l'étude aux Etats-Unis et s'avérait imminente. En l'occurrence les pouvoirs accordés à l'O.P.A. expirèrent le 30 juin 1946 et, bien que ces pouvoirs fussent partiellement restaurés quelques semaines plus tard, la régie générale des prix disparut aux Etats-Unis en octobre. Les prix au consommateur augmentèrent d'environ 15 p. cent aux Etats-Unis et les prix du gros d'environ 25 p. cent, entre juin et décembre 1946. Vers la fin de 1948, ils dépassaient de 30 à 50 p. cent respectivement le niveau atteint en juin 1946.

Il était évident que la hausse des prix aux Etats-Unis amènerait inévitablement une hausse à peu près comparable dans le niveau des prix au Canada, avec cependant un certain retard, à moins que le taux du change canadien n'augmentât par rapport au dollar E.-U. Notre taux du change, qui pendant toute la guerre avait connu un escompte de 9 p. cent par rapport au dollar E.-U., fut finalement porté au pair au début de juillet 1946, ce qui aida à amortir pour le Canada le choc initial de la disparition hâtive des régies aux Etats-Unis. Je ne crois pas qu'il nous eût été possible d'obtenir plus forte protection contre l'effet de la hausse des prix étrangers, en assurant au dollar canadien une prime très élevée au-dessus du dollar E.-U. Par ailleurs, bien qu'une hausse des prix aux Etats-Unis dût inévitablement causer une certaine majoration des prix au Canada, comme dans tous les autres pays, elle n'imposa à cette majoration aucun plafond. L'augmentation aurait pu s'avérer beaucoup plus marquée chez nous qu'aux Etats-Unis; ce fut le cas dans plusieurs pays.

Bien que l'origine la plus immédiate de la pression qui força une hausse de nos prix se soit, par conséquent, trouvée à l'étranger et qu'il nous ait été à peu près impossible de contrôler ou de contre-balancer cette pression, la situation sévissant au Canada devint un sujet d'inquiétude car elle comportait assurément de fortes possibilités d'inflation. Comme je l'ai déjà mentionné, le public canadien avait fortement augmenté ses avoirs liquides en portefeuille sous forme de dépôts bancaires et de titres du Gouvernement, le chiffre total s'étant accru d'environ 6 milliards de dollars, qu'il était avant la guerre, à près de 17 milliards. Plusieurs portefeuillistes tiendraient à se servir de ces avoirs liquides durant les quelques années à venir pour se procurer des articles qu'ils n'avaient pu acheter pendant la guerre. Ils désiraient, entre autres choses, se construire une habitation ou obtenir une automobile, améliorer leur ameublement ou se vêtir un peu mieux. L'industrie en général voulait progresser le plus rapidement possible en se servant des immobilisations auxquelles elle avait dû renoncer pendant la guerre et qui devaient constituer un aspect si important de notre économie d'après-guerre. La volonté de s'engager dans ces dépenses, avec l'appui d'un montant d'avoirs liquides presque trois fois plus élevé que celui d'avant-guerre, s'opposait au niveau de la production nationale brute, laquelle était un peu plus que le double de celle d'avant-guerre. Nous nous exposions évidemment à nous lancer un peu trop rapidement dans les dépenses que nous avions remises à plus tard, et puisque la régie des prix et des salaires devait être éliminée graduellement et surtout que les subventions n'existaient plus, nos propres décisions risquaient d'activer cette pression ascendante sur nos prix qui trouvait son origine aux Etats-Unis.

Toutefois, alors que nous nous engageons dans la période d'après-guerre, les dangers que courait notre stabilité économique n'étaient pas tous d'une nature inflationnaire. Le Canada n'avait jamais été prospère à moins d'exporter en quantité considérable, et les pays de l'Europe occidentale, dont les marchés ont une grande importance pour nos industries d'exportation, avaient subi des revers matériels et économiques très profonds durant la guerre.

Les prêts que nous avons consentis à ces pays aux fins de leur restauration réussiraient à prévenir chez eux tout affaissement de nos exportations, mais ils seraient loin de garantir le haut niveau d'exportation nécessaire à notre prospérité. En 1946, il était évident que la Russie cherchait à encourager la dislocation et à nuire à la restauration de l'Europe occidentale, mais on ne se doutait pas alors que l'attitude et les gestes des Russes seraient assez violents pour influencer la psychologie du public et les budgets militaires, causant des répercussions inflationnaires aux Etats-Unis et ailleurs. De même, les propositions hardies et sans précédent du général Marshall qui assuraient l'aide des Etats-Unis à la restauration européenne et à la renaissance du commerce international étaient encore estompées par l'avenir. On ne prévoyait pas le niveau d'exportation que nous devions atteindre vers la fin des années quarante.

Nous paraissions exposés au paradoxe d'une période de chômage sérieuse par suite de l'interruption de notre commerce d'exportation avec les pays d'outre-mer alors même que le niveau de nos prix subissait une hausse marquée à cause d'une pression résultant de l'ascension des prix aux Etats-Unis.

Les éléments du tableau économique que j'ai décrit - éléments inflationnaires et déflationnaires - n'étaient pas les seuls à étudier lorsqu'il fallut décider des méthodes que la Banque du Canada adopterait pendant la période d'après-guerre. On devait accorder une attention, et une attention sérieuse, à l'avantage qu'il y aurait à encourager un retour aussi rapide que possible aux travaux de la vie civile chez une population d'un million et trois-quarts qui devrait bientôt quitter les forces armées ou abandonner la production des approvisionnements de guerre. Il était également essentiel que l'expansion du capital particulier - réduite à un niveau relativement peu élevé durant la guerre - s'accroissât rapidement de manière à activer notre capacité de production. Plus cette production augmenterait plus il serait

facile d'éviter des hausses inflationnaires dans les prix, à condition que cette expansion du capital ne se fasse pas si hâtivement qu'il en résulte des pressions inflationnaires domestiques.

Il fallait aussi tenir compte du fait que, hors certaines limites étroites, le Canada ne pouvait en pratique s'isoler des hausses de prix à l'étranger. A mesure que s'élèveraient les prix des Etats-Unis, ceux du Canada subiraient une pression ascendante, premièrement dans l'importation et l'exportation et puis sur toute la ligne. Il en résulterait automatiquement une augmentation du capital de roulement légitime et des besoins de crédit bancaire du commerce. Ce qui semblait être un excédent d'avoirs liquides était donc en réalité nécessaire pour financer le commerce à cause du niveau des prix plus élevé qui nous était imposé par la hausse des prix aux Etats-Unis, et cet excédent ne tarderait pas à être virtuellement absorbé.

Après avoir esquissé ce tableau d'ensemble, permettez-moi d'en venir maintenant à notre politique monétaire. Nous aurions pu adopter une ligne de conduite rigoureuse en empêchant toute augmentation du volume des dépôts bancaires aux mains du public pendant les premières années qui suivirent la fin de la guerre. Or un accroissement des prêts consentis par les banques occasionne une hausse de dépôts bancaires à moins d'être contrebalancé par la vente d'obligations du Gouvernement détenues par les banques. Etant donné l'expansion prévue dans le commerce de la vie civile et les résultats de la hausse des prix aux Etats-Unis, le besoin d'une forte augmentation de prêts bancaires devait nécessairement s'ensuivre, de sorte qu'une ligne de conduite rigoureuse eût exigé que les banques à charte effectuassent des ventes considérables de titres du Gouvernement pour faire face à ce besoin de prêts. A cause de cette attitude sévère, la Banque du Canada se serait également vue obligée de vendre de ces mêmes titres afin de réduire l'encaisse des banques à charte jusqu'au point où ces dernières se trouvaient

dans l'impossibilité d'augmenter leurs prêts sans liquider les titres qu'elles avaient en portefeuille. L'adoption d'une telle méthode aurait occasionné une hausse considérable des taux d'intérêt avec une baisse tout aussi forte du prix des obligations, comme ce fut le cas après la première guerre mondiale. Elle aurait eu tendance à donner les résultats suivants:

- a) Il en serait résulté une incertitude très marquée parmi les hommes d'affaires quant à la manière de poursuivre leurs travaux de retour à l'entreprise civile et de projeter l'expansion des immobilisations. Cela seul aurait suffi à entraver ou à retarder le retour des militaires, hommes et femmes, des travailleurs de guerre et de l'industrie du temps de guerre aux entreprises du temps de paix, ce qui aurait donné lieu à un niveau de chômage déraisonnable et à une dislocation du commerce.
- b) La hausse des prêts bancaires aurait été beaucoup moindre que celle qui s'est produite. Il eût été beaucoup plus difficile et coûteux pour les entreprises commerciales de restaurer leurs stocks de marchandises civiles dégarnis par la guerre, ou même de porter des stocks amoindris à des prix courants accrus par suite de la hausse des prix aux Etats-Unis. Il eût été plus ardu et onéreux pour le commerce d'endosser le volume croissant des effets à recevoir qui résultait d'une expansion de la production.
- c) Il eût été beaucoup plus difficile et coûteux pour les provinces, les municipalités et les entreprises commerciales d'emprunter du public par la vente de titres. Il y aurait eu moins d'émissions d'obligations au cours des premières années qui suivirent la guerre et une expansion moindre de production hydroélectrique,

d'usines et outillages industriels, de routes, d'écoles, de services d'égoût et d'aqueduc, et autres genres d'avoirs réels.

Certains projets essentiels en auraient été retardés.

- d) Des prix notablement moins élevés pour les titres du Gouvernement auraient réduit le volume de la vente de ces obligations par les particuliers et les corporations - y compris les compagnies d'assurance - pendant les premières années de la guerre. Dans la mesure où cette vente tendait à fournir des fonds pour le logement ou pour l'achat de nouveaux titres émis par les provinces, les municipalités et les corporations, certaines formes d'immobilisations essentielles auraient de nouveau été retardées.

La politique monétaire rigoureuse que j'ai exposée aurait certainement amoindri la demande de main-d'oeuvre et de matériaux au Canada, mais même la sévérité d'une telle méthode n'aurait pas suffi à protéger le Canada contre les effets d'une ascension croissante des prix mondiaux et, à ce point de vue, elle eût été vouée à la faillite. Tout au plus aurait-elle réussi à prévenir, dans une mesure relativement faible, la hausse du niveau des prix dont nous avons été témoins au pays de 1946 à 1948 et, en persistant à la maintenir, nous aurions peut-être aidé à provoquer une diminution quelque peu sensible des prix en 1949.

Au fait, la politique rigoureuse décrite ci-dessus ne fut pas adoptée. On fut d'avis que l'avantage qui pourrait en résulter pour notre équilibre des prix et des coûts ne réussirait pas à compenser les dommages causés par une reconversion entravée et un retard dans l'expansion des immobilisations.

On me permettra d'ajouter ici qu'à ma connaissance aucun observateur des conditions monétaires ne recommanda la politique rigoureuse que j'ai définie. D'aucuns sont d'avis qu'une ligne de conduite un peu plus sévère eût été avantageuse mais ils n'exposent pas exactement ce qu'on

entend par une méthode un peu plus sévère. Ils se hasardent encore moins à énoncer la différence qui en aurait résulté, à leur avis, dans le niveau des prêts, les immobilisations, l'embauchage, et ainsi de suite. Leur problème, et il existe réellement, consiste à jauger l'intensité des mesures d'arrière-garde qui eussent été requises contre la hausse des prix aux Etats-Unis et dans le monde entier pour assurer un amoindrissement relativement minime dans la hausse du niveau des prix canadiens qui s'est produite de fait. Quant à moi, j'ignore jusqu'à quel point notre niveau des prix eût fléchi si une politique un peu plus restrictive avait été adoptée, et je ne sais même si ce fléchissement se serait produit. Il est possible toutefois d'affirmer que, par comparaison avec la situation d'avant-guerre, le niveau des prix est moins élevé aujourd'hui au Canada que dans tout autre pays qui fut notre allié au cours de la seconde guerre mondiale. Il n'en reste pas moins vrai évidemment que la hausse des prix durant cette époque a été très marquée.

J'aborde maintenant une description du régime monétaire adopté depuis la guerre. Comme avant propos à mes observations je citerai un extrait du rapport annuel de la Banque du Canada publié en février 1944, immédiatement à la suite d'une réduction du taux de la Banque. Après avoir mentionné que le temps était venu pour plusieurs de songer sérieusement aux problèmes économiques d'après-guerre, le rapport ajoutait:

"Le coût de l'emprunt dans l'avenir est un des facteurs qui affecteront leurs décisions. Il paraît donc opportun dans le moment, par l'abaissement du taux de la Banque, de signifier notre intention de continuer à poursuivre la sorte de politique monétaire qui a porté au niveau actuel les taux de l'intérêt. Une politique visant à des taux d'intérêt plus élevés ne serait intelligible que si, la pénurie du temps de la guerre passée, la demande pour les biens de consommation et les biens de production allait se développer à une allure qui surpasserait notre capacité productive. Je n'entrevois aucunement qu'une telle situation sur-

vienne de façon à exiger une politique qui vise au relèvement des taux d'intérêt.

Il est reconnu que le taux d'intérêt n'est qu'un de plusieurs facteurs qui déterminent les conditions économiques au Canada et cet instrument de contrôle n'a probablement pas l'importance qu'on lui concédait autrefois. Il n'en demeure pas moins vrai que la perspective de taux d'intérêt instables pourrait rendre excessivement difficile aux gens d'affaires la tâche de formuler des plans à long terme. Aussi bien, des taux d'intérêt élevés seraient une entrave à la mise de fonds nouveaux dans l'industrie et le logement, restreindraient l'emploi de la main-d'oeuvre et compliqueraient sérieusement la tâche des finances du gouvernement. "

Cette déclaration comprenait deux éléments: Tout d'abord l'inquiétude que nous causeraient les difficultés commerciales pendant la transition du temps de guerre au temps de paix et, en second lieu, les craintes assez répandues qui commençaient à devenir apparentes en 1944, savoir: peu après la conclusion des hostilités et alors que prenait fin le financement de la guerre, les prix des obligations pourraient s'écrouler, comme ce fut le cas après la première guerre mondiale. Nous avons jugé nécessaire d'indiquer clairement que nous ne permettrions pas l'apparition de conditions économiques désordonnées. Je serais le premier à admettre que bien des raisons s'opposent à ce qu'une banque centrale indique si longtemps à l'avance les aspects d'une ligne de conduite éventuelle. A l'époque, il nous parut encore plus risqué de ne pas fournir de tels indices; d'où la déclaration que je viens de citer.

En réalité, le passage de notre vie économique de la guerre à la paix s'effectua rapidement et avec souplesse, le chômage restant à son niveau le plus bas. La transition fut relativement beaucoup plus forte qu'en 1919 - 1920 et s'accomplit de façon décidément plus satisfaisante. En se reportant à ces années écoulées, on est porté à croire que les problèmes de la transition

causèrent peut-être trop d'inquiétude. A mon avis cependant, ceux qui occupaient des postes de commande auraient eu tort d'envisager l'avenir avec trop d'optimisme ou de présomption. Je crois que les diverses démarches, faites tant au pays que sur la scène internationale dans le but de faciliter cette transition, ont favorisé sensiblement la souplesse relative avec laquelle elle s'est effectuée.

De 1946 à 1949 la Banque du Canada a employé tous ses efforts à empêcher une hausse de l'encaisse des banques à charte et à refréner l'usage du crédit bancaire, sans troubler en même temps le marché des obligations. Disons tout de suite qu'en certaines circonstances les deux buts précités ressemblaient à une paire de chevaux qu'on ne peut conduire sous un même attelage. On semblait s'inquiéter avant tout d'assurer une stabilité raisonnable aux prix des obligations et aux taux d'intérêt. Ceci n'empêcha pas une baisse dans les prix des obligations à long terme du Gouvernement en 1948, baisse d'environ quatre points, ainsi qu'une hausse d'environ .35 p. cent dans les rendements.

L'encaisse des banques à charte, qui avait connu une moyenne de 672 millions de dollars en 1946 et de 670 millions l'année suivante, atteignit 711 millions en 1948. La stabilité comparative du montant absolu de cette encaisse de 1946 à 1948 n'empêcha pas toutefois les prêts et les dépôts bancaires d'augmenter de 700 millions de dollars et \$1,100,000,000 respectivement, pendant la même période de temps. La proportion de l'encaisse par rapport aux dépôts avait été comparativement élevée en 1946, la moyenne s'établissant à 11.4 p. cent cette année-là, pour baisser à 10.4 p. cent à la fin de 1948. Au cours de ces années les banques réduisirent de plus de 300 millions de dollars les titres du Gouvernement qu'elles détenaient en portefeuille.

Pendant les années d'après-guerre, les banques à charte firent des achats considérables d'obligations émises par les provinces, les municipalités et les corporations. Leurs achats de titres de corporation furent particulièrement élevés en 1947 et, durant cette année, il apparut également que certaines entre-

prises commerciales utilisaient le crédit bancaire pour financer des immobilisations. Au début de 1948 les entreprises commerciales se disposaient de toute évidence à faire des immobilisations encore plus considérables que celles de l'année précédente et une pression indue devait s'ensuivre sur la main-d'oeuvre disponible et les ressources de matériaux. Par conséquent, en février 1948, la Banque du Canada laissa entendre aux banques à charte qu'il était peu recommandable, à cause des conditions existant alors, de financer des immobilisations par l'expansion du crédit bancaire. Nous avons avancé qu'il serait préférable pour les emprunteurs d'obtenir ces fonds par la vente de titres au public, sauf dans le cas de certains emprunteurs, des petites entreprises particulièrement, pour lesquels une émission publique ne constituerait pas un moyen de financement approprié. Cette recommandation, qui eut un effet restrictif marqué sur l'expansion du crédit bancaire tant qu'elle fut mise en pratique, disparut en février 1949 alors qu'il devint apparent qu'un certain déclin allait se produire dans le volume réel des immobilisations commerciales.

Vers 1949 les pressions inflationnaires d'après-guerre semblaient avoir pris fin. Il est vrai que l'activité commerciale aux Etats-Unis, après un recul sensible en 1949, connut une reprise notable au premier semestre de l'année suivante. Je suis convaincu toutefois que des pressions inflationnaires graves ne seraient pas revenues nous importuner sans certains événements découlant de l'ouverture des hostilités en Corée. En 1949, l'encaisse moyenne des banques à charte est montée à 746 millions de dollars et les banques ont été des acheteuses nettes de titres du Gouvernement.

Je passe maintenant à la période écoulée depuis juin 1950. Les événements qui ont accompagné le début de la guerre en Corée ont laissé prévoir avec certitude la venue de nouvelles pressions inflationnaires. Il semblait à propos de présumer que la "guerre froide" durerait longtemps. Dans les circonstances, on ne crut pas sage de se fier aux régies immédiates pour combattre l'inflation, étant donné que ce genre de contrôle peut se révéler

peu pratique ou tout au plus de brève durée, sauf dans le cas d'un conflit général.

Dans le domaine monétaire canadien la première complication a suivi une entrée énorme de capitaux, venus principalement des Etats-Unis, parce qu'on croyait que notre taux du change était trop bas et serait haussé. Cette entrée de capitaux paraît avoir approché 700 millions de dollars entre le début de juillet et celui d'octobre. Sous le régime d'un taux du change immuable, le Gouvernement fut obligé d'acheter tous les dollars E.-U. qui lui étaient offerts aux taux établis et nos réserves d'or et de dollars E.-U. augmentèrent d'à peu près le même montant de 700 millions de dollars durant cette période de trois mois. Le Gouvernement a manqué de fonds pour financer ces achats et la Banque du Canada est intervenue en finançant le Fonds du Change jusqu'à concurrence de 393 millions de dollars en août et septembre et au début d'octobre. Afin d'éviter qu'une augmentation très forte ne s'ensuive dans l'encaisse des banques à charte, la Banque du Canada a vendu des titres du Gouvernement sur le marché, le montant total net de ces ventes s'étant établi à 337 millions de dollars pour toute cette période. J'imagine qu'en tenant compte de l'envergure de notre économie nationale et de la période de temps employée, cette opération effectuée sur le marché libre fut la plus considérable dans l'histoire des banques centrales. Elle eut comme effet de contre-balancer l'influence des entrées de capitaux sur l'encaisse des banques mais elle n'était pas suffisante pour arrêter ces entrées et, de fait, en menant le prix des obligations du Gouvernement plus bas qu'il ne se serait établi autrement, cette opération rendit les obligations canadiennes plus attrayantes pour les portefeuillistes étrangers. Comme l'arrivée des capitaux ne semblait aucunement s'amoindrir mais donnait plutôt des signes de croissance, le Gouvernement décida de laisser le taux du change libre à compter du 2 octobre. L'entrée de capitaux à des fins spéculatives cessa immédiatement et la Banque du Canada put alors faire des démarches afin d'assurer un meilleur contrôle au marché monétaire.

Devant l'augmentation rapide de la demande pour du crédit bancaire et pour des fonds provenant de toutes autres sources, notre but n'était pas d'arrêter complètement l'augmentation des prêts bancaires ou de rendre impossibles les émissions de valeurs, car nous aurions alors étranglé le commerce. Notre but était plutôt de refréner ces opérations.

Je dois mentionner ici que vers la fin de 1950 il nous fut beaucoup plus facile que pendant les premières années d'après-guerre d'exercer une influence restrictive sans être obligé d'avoir recours à des méthodes outrées. Bien que la situation des banques se trouvât encore très liquide, les titres du Gouvernement qu'elles avaient en portefeuille représentaient à peu près 36 p. cent de leurs avoirs canadiens, à comparer avec 53 p. cent en mars 1946. Les titres du Gouvernement au portefeuille des compagnies d'assurance avaient fléchi et ne constituaient plus qu'environ 30 p. cent de leurs avoirs canadiens, à comparer avec 55 p. cent à la date antérieure mentionnée ci-dessus. Quant aux obligations du Gouvernement du Canada détenues par le grand public, elles avaient été réduites de \$1,800,000,000, c'est-à-dire que le total approximatif de \$10,600,000,000 avait fléchi à \$8,800,000,000. Les surplus du Gouvernement employés pour amortir la dette avaient évidemment joué un rôle de premier plan lorsqu'il s'était agi de réduire la liquidité excessive de notre économie. On pourrait dire la même chose de l'accroissement de cette économie et de la hausse des prix. Le total des titres du Gouvernement détenus par le public et des dépôts bancaires, appréciés en raison de la production nationale brute, était sensiblement moindre que le chiffre établi en 1939 et n'atteignait que les deux-tiers de celui atteint en 1946.

Afin de signaler le changement de tactique qui put être employé lorsque le Canada adopta un taux du change flexible au début d'octobre 1950, la Banque haussa son taux d'escompte de $1\frac{1}{2}$ à 2 p. cent à compter du 17 octobre et publia la déclaration suivante:

"Quand le taux officiel a été réduit en 1944, la Banque a exprimé l'avis qu'elle n'entrevoyait pas, durant la période d'après-guerre, une situation économique nécessitant la majoration des taux d'intérêt. Le changement à un taux officiel de 2 p. 100 indique que l'opinion antérieure ne s'applique plus dans les conditions actuelles alors que le Canada entrevoit des augmentations sensibles dans les dépenses pour la défense accentuant la pression exercée sur les ressources du pays durant une période d'embauchage presque général."

Les banques ont jugé nécessaire de vendre des titres du Gouvernement afin de répondre à la demande croissante de prêts. Les compagnies d'assurance-vie et autres institutions de prêts, assiégées de demandes accrues de capitaux, ont également été de fortes vendeuses de titres du Gouvernement. Une baisse de prix et des rendements accrus ont suivi sur le marché des obligations. L'année 1950 terminée, les signes d'un état d'esprit inflationnaire se sont multipliés et les prêts bancaires ont continué à s'accroître largement. Une décision semblait s'imposer pour contrôler les valeurs et compléter provisoirement les mesures restrictives ordinaires dont nous disposions. Nous nous sommes donc mis en relation avec les banques à charte au début de 1951 en leur demandant de nous aider à adopter des moyens destinés à restreindre le crédit bancaire.

Une banque centrale, n'étant pas munie de pouvoirs divins, n'est jamais en mesure de désigner le montant idéal du crédit bancaire qui devrait être établi à telle ou telle époque, mais lorsque l'augmentation du crédit s'accélère violemment, il devient évident que des freins doivent être appliqués si la chose est possible. Je crois que l'entente conclue avec la coopération des banques a contribué décidément à assurer cette stabilité. Après la convention conclue en février 1951, la hausse dans le total des prêts canadiens des banques et dans les valeurs provinciales, municipales et de corporations à leur portefeuille a diminué et, au début de 1952, le total était retombé plus bas que le niveau de février 1951.

Le contrôle exercé par le Gouvernement sur le financement à tempérament a constitué un élément important lorsqu'il s'est agi de maîtriser tout le crédit bancaire. De plus, en mars 1951, les autorités des Etats-Unis ont renoncé à leur méthode de fixer au pair les prix des obligations du Gouvernement et un déclin notable s'est produit dans le prix des obligations aux Etats-Unis et au Canada. Ceci a eu comme effet de renforcer les restrictions du crédit observées par les banques à charte et de resserrer en général les conditions existant sur le marché des capitaux.

Au printemps de 1952, les pressions inflationnaires étant devenues beaucoup moins intenses, nous avons jugé qu'il était possible de terminer, dès le mois de mai de cette année-là, les conventions particulières conclues avec les banques, laissant aux méthodes normalement employées par la banque centrale le soin d'agir sur le niveau du crédit bancaire total.

Pendant les quelques mois qui suivirent mai 1952 l'augmentation des prêts bancaires fut relativement peu élevée. Bien qu'il soit difficile de donner les dates précises et que la situation se complique de facteurs saisonniers, je crois à propos d'affirmer que l'ascension marquée la plus récente dans les prêts canadiens a commencé vers juillet ou août 1952 et qu'elle a continué, avec certaines fluctuations saisonnières, jusque vers le mois d'octobre de l'année dernière. Durant cette période, les banques se sont trouvées dans la nécessité de réduire le nombre de titres du Gouvernement qu'elles avaient en portefeuille par plus de 200 millions de dollars dans l'espoir d'obtenir une encaisse additionnelle et de faire place à partie au moins d'une augmentation d'environ 700 millions de dollars dans leurs prêts. Leur vente de titres du Gouvernement a produit son effet sur les prix des obligations et les taux d'intérêt, particulièrement dans le cas des émissions à court terme. C'est pourquoi le rendement des obligations à deux ans du Gouvernement du Canada a monté de 2.86 p. cent qu'il était en août 1952 à 3.36 p. cent une année plus tard. Quant aux obligations à cinq ans, la hausse fut de 3.41 p. cent à 3.64 p. cent, les augmentations étant

légèrement moindres dans les rendements des bons à échéance plus prolongée car ces obligations avaient subi moins de pression que les émissions à court terme.

La Banque du Canada ne fut pas une acheteuse enthousiaste de titres à l'époque. D'après nous, il était préférable que les banques se montrent prudentes dans leurs prêts et qu'elles en examinent les demandes avec une diligence toujours croissante, mais la Banque du Canada n'a jamais en l'occurrence poussé son manque d'empressement au point de refuser d'acheter des titres du Gouvernement à n'importe quel prix. Durant la période allant de la fin d'août 1952 au mois d'août 1953, les titres du Gouvernement que nous détenions en portefeuille ont augmenté de 88 millions de dollars et l'encaisse des banques à charte de 53 millions. A cause de l'augmentation des dépôts canadiens pendant cette période, la hausse des montants en caisse n'a pas suffi à maintenir la proportion d'encaisse des banques à charte. En août 1952 la proportion s'établissait à 10.3 p. cent et vers le mois d'août 1953 elle était tombée à 10.1 p. cent.

Au cours des derniers mois, un certain ralentissement s'étant manifesté dans l'expansion du crédit et les pressions inflationnaires ayant diminué, les banques se sont trouvées dans une situation un peu plus facile. Depuis le mois d'octobre elles ont augmenté sensiblement leur portefeuille de titres du Gouvernement alors qu'elles avaient été vendeuses nettes de ces titres durant la même période l'an dernier. Les taux d'intérêt des obligations du Gouvernement ont fléchi; d'après les cotes fournies au milieu du mois le taux typique à deux ans a baissé de 3.36 p. cent qu'il était en août 1953 à 2.47 p. cent en mars de cette année, tandis que le taux à cinq ans baissait de 3.64 p. cent à 3.16 p. cent. De fait, tout le marché des obligations du Gouvernement a connu une hausse dans ses prix, les valeurs avec échéance à quinze ans offrant un rendement de 3.27 p. cent en mars, à comparer avec le maximum de 3.75 p. cent atteint en septembre 1953. Une réduction semblable et un peu plus marquée des rendements s'est produite sur le marché des Etats-Unis, où l'ascension des rendements a également été plus forte au début de l'année dernière.

Avant de terminer mes observations, il serait peut-être à propos de commenter le marché des titres du Gouvernement au Canada. Si la banque centrale doit pouvoir exercer de façon efficace la tâche de régler le montant de l'encaisse des banques à charte et, par là, influencer sur tout l'agencement du crédit et sur le niveau des taux d'intérêt au pays, elle a grandement besoin d'un marché étendu des titres du Gouvernement pour y poursuivre ses opérations. Or je puis dire que la majorité des banques centrales du monde fonctionnent dans des pays où il n'existe pas de marché étendu pour les titres du Gouvernement. Elles essaient de rendre leurs méthodes efficaces d'autre façon, soit par l'achat et la vente d'or ou de change étranger ou au moyen de procédés spéciaux qui conviennent aux conditions locales, mais invariablement elles souffrent d'un désavantage. Les dernières trente années ont vu la création d'un grand nombre de banques centrales, car aucun pays ne veut s'en passer. Mais il est beaucoup plus facile d'élaborer la loi qui doit créer une institution centrale que de former l'organisation financière qui aidera ou permettra à la banque de bien jouer son rôle.

Lorsque la commission royale présidée par lord MacMillan rédigea les recommandations relatives à la formation de la Banque du Canada, elle nota que la nouvelle banque centrale serait quelque peu entravée par le manque d'un marché monétaire au Canada. A l'époque où la Banque commença ses opérations, il n'y avait à peu près pas de marché à court terme, en dehors des banques, et bien qu'il existât un marché raisonnablement satisfaisant pour les émissions du Gouvernement à terme moyen et à échéance plus longue, il était souvent difficile de trafiquer en employant des montants considérables.

L'une des premières mesures que nous ayons prises de concert avec le Gouvernement fut la création d'une émission bimensuelle des bons du Trésor vendus par soumission. Quelques émissions de ces bons avaient été faites avant l'ouverture de la Banque du Canada, mais elles ne constituaient pas un aspect permanent de notre système financier. De plus, comme il n'y avait virtuellement aucun marché pour les bons en dehors des banques commerciales, ils

n'étaient pas très liquides et portaient des taux d'intérêt relativement élevés.

Bien que la Banque du Canada ne se soit jamais engagée à acheter des bons du Trésor en tout temps, il ne nous est pas encore arrivé de refuser un achat. Le bon du Trésor est maintenant reconnu comme l'obligation la plus facile à vendre sur le marché et, à ce titre, il a pu s'assurer un taux d'intérêt relativement bas. Les banques à charte ont pris l'habitude de détenir des bons comme une sorte d'encaisse secondaire. Le montant détenu par chaque banque varie beaucoup évidemment; il diminue lorsque les besoins d'encaisse d'une banque augmentent et il s'accroît lorsque les banques ont un fonds de surplus disponible pour les placements à très court terme. Le montant des bons détenus en dehors du réseau bancaire a parfois été assez élevé, mais ils n'ont pas encore de marché considérable en dehors des banques.

Nous avons tenté divers moyens de faciliter et d'encourager la croissance d'un marché extérieur. Depuis un an, les bons du Trésor sont émis toutes les semaines au lieu de tous les quinze jours, et l'offre hebdomadaire a été étendue de manière à inclure les bons à 273 jours en plus des bons à 91 jours émis auparavant. Actuellement 39 échéances de bons du Trésor ont cours en tout temps, de sorte qu'un portefeuilliste peut se procurer des bons échéant en toute semaine au cours des neuf mois à venir. Dans les achats et les ventes de bons qu'elle a faits au cours des années récentes, la Banque du Canada a progressivement élargi l'écart entre ses niveaux d'achat et de vente de manière à encourager davantage l'expansion des marchands intermédiaires. Nous avons aussi eu recours à certaines dispositions qui permettent aux vendeurs d'éviter des frais de transfert ou d'intérêt lors de l'expédition des bons du Trésor entre les points où la Banque du Canada est représentée. Nous croyons qu'on s'intéresse davantage aux bons du Trésor et que cet intérêt s'accroît aux pays à mesure qu'augmentent nos ressources financières, de sorte qu'un nombre de personnes toujours croissant trouvent avantage à se servir de ce moyen de placement à très court terme.

L'expansion du marché des obligations du Gouvernement à court terme - celles portant échéance à deux ou trois ans - a été beaucoup plus impressionnante jusqu'ici que celle du marché des bons du Trésor. Comme je l'ai déjà mentionné, en 1935 il n'y avait à peu près pas de marché pour les valeurs à court terme en dehors des banques. Actuellement, ces valeurs font l'objet de transactions actives chez d'autres acheteurs et vendeurs et elles sont détenues en grandes quantités par ceux qui ont besoin de titres à court terme et de placements très liquides pour leurs fonds de surplus. Les provinces et les municipalités, de même que les corporations, représentent des éléments importants du marché. Comme signe de l'envergure des valeurs détenues par des portefeuillistes autres que les banques, en dehors des comptes du Gouvernement, je puis dire qu'au 30 juin dernier leur portefeuille de titres du Gouvernement échéant dans les deux ans était évalué à près de 800 millions de dollars. Afin de stimuler l'intérêt des marchands à l'égard de ce genre de valeur nous avons, l'an dernier, conclu des ententes d'achat et de revente de titres du Gouvernement dont l'échéance s'étend jusqu'à cinq ans, avec les vendeurs qui jouent le rôle de marchands de valeurs sur ce marché.

En fonction de notre programme destiné à améliorer et à agrandir le marché monétaire à l'avantage des prêteurs et des emprunteurs comme de notre système financier en général, la Banque du Canada a constamment trafiqué en titres du Gouvernement du Canada depuis que nous sommes entrés en fonctions en 1935. Bien que le montant total de titres du Gouvernement à notre portefeuille soit nécessairement déterminé par des considérations d'ordre monétaire, nous avons cherché à aider à la création d'un marché pour toutes les émissions du Gouvernement et nous en avons été des acheteurs et des vendeurs très importants. A un certain point de vue, nous jouons le rôle de marchands en valeurs en détenant les inventaires qui sont indispensables à un marché sûr. Les courtiers en placements et les banques procèdent de la même façon, mais évidemment sur une échelle moindre. Nous aimerions voir les vendeurs et les banques augmenter leurs opérations de ce genre, afin que la Banque du Canada

puisse y jouer un rôle moins prononcé, bien que nous nous attendions à toujours participer de façon active aux transactions du marché.

Bien que le développement d'un "marché monétaire" efficace - je mets volontairement les mots entre guillemets - puisse paraître une question plutôt technique intéressant surtout le réseau bancaire, la question est réellement d'une importance beaucoup plus étendue. Un marché large et souple de titres du Gouvernement, ainsi que l'agencement qui rend ce marché possible, aidera à améliorer les débouchés offerts aux autres valeurs et à canaliser les fonds là où ils contribueront le plus au progrès du pays. Les immobilisations requises pour assurer la croissance du Canada vont être si élevées qu'il nous faudra encourager par tous les moyens un usage aussi efficace que possible de notre épargne domestique.