

À NE PAS PUBLIER AVANT 13h30, HEURE AVANCÉE DE L'EST,  
LE 30 AVRIL 1973

---

RÔLE ET FONCTIONS D'UNE BANQUE CENTRALE

---

---

Allocution prononcée par M. Gerald K. Bouey,  
Gouverneur de la Banque du Canada,  
devant le Canadian Club de Toronto  
le 30 avril 1973

---

LIBRARY FILE COPY  
EXEMPLAIRE DE LA BIBLIOTHÈQUE

## RÔLE ET FONCTIONS D'UNE BANQUE CENTRALE

---

Allocution prononcée par M. M. Gerald K. Bouey,  
Gouverneur de la Banque du Canada,  
devant le Canadian Club de Toronto  
le 30 avril 1973

---

Certains d'entre vous se rappellent peut-être que j'avais accepté une invitation de votre Président à prendre la parole devant les membres de votre Club au cours de la seconde quinzaine de novembre, mais que, à l'automne dernier, je lui avais proposé de remettre ma causerie à plus tard. C'est que, entre le moment où j'avais accepté cette invitation, en août, et celui où je devais prononcer l'allocution, en novembre, il s'était produit un certain nombre d'événements importants, dont le plus significatif, en l'occurrence, était la décision de M. Rasminsky de résigner ses fonctions de Gouverneur de la Banque du Canada. À l'époque, j'avais choisi comme sujet : « Que peut-on attendre de la politique monétaire ? », mais, soudain, je me sentis plutôt enclin à poser la question qu'à tenter d'y répondre. Votre Président se montra extrêmement compréhensif. Il renouvela son invitation après ma nomination, qui eut lieu le 1<sup>er</sup> février, et je promis de ne plus lui faire faux bond. Aujourd'hui, toutefois, j'aimerais vous entretenir de ma conception du rôle d'une banque centrale et, ce faisant, évoquer certains faits d'actualité.

Quiconque se verrait confier un poste comme le mien ne pourrait manquer d'éprouver un certain sentiment de déjà vu devant la liste des grandes questions économiques qui, de l'avis général, réclament son attention de toute urgence. Niveau du chômage, évolution des prix, incertitudes de la situation monétaire internationale et des échanges mondiaux... sans doute s'agit-il d'une liste périmée, dressée voilà plusieurs années à l'intention d'un prédécesseur!

La vérité, malheureusement, c'est que les problèmes qui se posent actuellement aux dirigeants de banques centrales, que ce soit au Canada ou ailleurs, réapparaissent sans cesse comme les mauvaises herbes. Il n'est guère plus facile aujourd'hui que par le passé, pour les responsables de la politique du pays, de veiller à ce que l'économie progresse régulièrement suivant un profil de croissance satisfaisant. S'écarter de la voie idéale comporte toujours des risques, dans un sens ou dans l'autre : croissance insuffisante et hausse du chômage d'un côté, aggravation de l'inflation de l'autre; les responsables de la politique économique doivent s'efforcer de peser ces risques du mieux qu'ils peuvent, sans oublier que ces problèmes ne sont pas de ceux auxquels on peut trouver des solutions établies une fois pour toutes.

Ce n'est là qu'une des raisons pour lesquelles la vie d'un nouveau gouverneur n'est pas de tout repos. Si dans certains milieux les dirigeants de banques centrales continuent de jouir d'une réputation peu méritée d'omniscience, l'opinion contraire - selon laquelle leurs mobiles aussi bien

que leur compétence doivent faire l'objet des plus grandes réserves – semble gagner du terrain depuis quelques années.

Naturellement, même un dirigeant de banque centrale peut dans une certaine mesure se réjouir de cette évolution de l'opinion dans le sens d'un plus grand réalisme. Après tout, il n'y a aucune raison de dispenser ceux qui de par leurs fonctions participent à la conduite des affaires monétaires du pays de l'obligation de justifier leurs actions au même titre que le commun des mortels.

Par contre, certains d'entre nous éprouvent quelque difficulté à se reconnaître dans les caricatures de dirigeants de banques centrales en vogue en ce moment. Quelques exemples aideront à préciser ma pensée.

Pour certains critiques, le dirigeant type de banque centrale est affligé à la fois d'une obsession morbide de l'inflation et d'une indifférence totale au problème du chômage. Cette attitude se traduirait par une réticence constante à favoriser l'expansion monétaire et par une propension à agiter inlassablement le spectre de l'inflation.

D'autres au contraire prétendent que, en dépit de leurs pieuses et nombreuses mises en garde contre l'inflation, ce sont surtout les banques centrales qui contribuent à alimenter le processus inflationniste. Les résultats de leur politique, au fil des ans, prouveraient qu'elles ont pris l'habitude de nourrir une inflation chronique par le jeu d'une expansion monétaire continue, soit pour satisfaire les besoins de financement insatiables de l'État, soit par crainte de se rendre impopulaires.

D'autres encore, tout en admettant que les banques centrales sont sans doute bien intentionnées, les jugent foncièrement incompétentes et irrésolues. D'après eux, à la moindre hausse du taux d'inflation, elles s'empressent de fermer le robinet du crédit et sont toutes surprises de constater que cette mesure n'a aucun effet immédiat sur les prix. Par la suite, lorsque le chômage commence à s'accroître, elles sont incapables d'y voir un effet à retardement bien prévisible de leurs propres mesures; bien plus, elles tentent de remédier à la situation en recourant à l'excès contraire, c'est-à-dire en ouvrant toutes grandes les vannes du crédit. Pour cette dernière catégorie de détracteurs, les banques centrales seraient, tout comme les Bourbon, incapables de tirer profit des leçons du passé.

Sans aller jusqu'à prétendre que ces critiques outrancières sont sans rapport aucun avec la réalité, j'estime qu'elles reflètent une connaissance pour le moins imparfaite des problèmes auxquels doivent faire face les banques centrales dans la société moderne.

Aussi aimerais-je maintenant vous entretenir brièvement de ce qui, à mon sens, constitue le but ultime de la politique monétaire. Mon opinion, qui n'est en rien originale, est que les fins de la politique monétaire coïncident avec celles de la politique générale de l'État. Toute tentative, de la part d'une banque centrale, d'imposer au pays des objectifs particuliers fixés par elle serait non seulement présomptueuse, mais encore tout à fait inacceptable en régime démocratique.

Parmi les objectifs primordiaux de la politique économique nationale, citons une croissance économique soutenue, un niveau d'emploi élevé

- en d'autres termes, un faible taux de chômage - et une relative stabilité des prix. Il n'est pas facile de les réaliser simultanément, mais je ne pense pas qu'il y ait désaccord réel, dans notre société, sur leur bien-fondé. Les divergences d'opinion portent en fait sur la meilleure façon de les atteindre dans la pratique et sur le nombre d'années nécessaire pour comparer valablement les diverses politiques possibles.

Dans quelle mesure la politique monétaire peut-elle contribuer à la réalisation de ces objectifs? Laissons de côté l'aspect technique des opérations - politique d'open market, gestion des réserves-encaisse, modifications du coefficient des réserves secondaires et du taux d'escompte. Le point à retenir est que la banque centrale est un organisme public doté de certains pouvoirs d'ordre technique qui lui permettent d'influer sur les conditions du crédit en agissant sur la croissance de l'ensemble des banques à charte.

Il y a deux grandes raisons à l'influence considérable que les opérations des banques à charte exercent sur le fonctionnement de l'économie. En premier lieu, les prêts octroyés par les banques et leurs achats de titres comptent parmi les principales sources de financement au Canada. En second lieu, par suite de ces prêts et achats de titres, le public se trouve avoir à sa disposition des dépôts bancaires, qui constituent de loin la forme la plus importante de monnaie dans notre pays.

Au fil des ans, l'accroissement du crédit bancaire et celui de la monnaie détenue par le public au Canada sont allés de pair. Ces agrégats ont pu augmenter très rapidement à certaines époques et beaucoup moins

vite à d'autres, selon la manière dont la Banque du Canada estimait devoir exercer ses pouvoirs d'ordre technique en tenant compte des circonstances.

Les effets des mesures prises par la Banque se manifestent sur divers plans. Ainsi, une expansion monétaire rapide a pour effet premier d'assouplir pour un temps les conditions du crédit. Le coût et l'accessibilité de l'argent dans l'ensemble du système financier sont, bien entendu, également très sensibles à l'orientation générale de l'économie, à l'évolution corrélative de la demande de crédit au Canada, ainsi qu'à la conjoncture financière à l'étranger.

Le pouvoir qu'a la banque centrale d'influer sur le marché du crédit au Canada a aussi des conséquences indirectes, puisqu'une variation de l'écart entre les taux d'intérêt pratiqués au Canada et ailleurs est susceptible de modifier les mouvements de capitaux entre notre pays et l'étranger et, par ricochet, le cours du dollar canadien.

Naturellement, les marchés financiers ne sont pas les seuls secteurs de l'économie à être influencés lorsque la Banque du Canada modifie sa politique dans le sens d'une accélération ou d'un ralentissement de l'expansion monétaire. Les effets ultimes - et de beaucoup les plus importants - des mesures monétaires se font sentir sur les marchés des biens, des services et du travail. La croissance de la dépense nominale dans l'économie est liée à celle du système bancaire, encore que la relation ne soit ni directe ni très précise. C'est bien sûr cette augmentation de la dépense nominale qui explique l'essor de la production et de l'emploi, mais c'est elle également qui est à l'origine de la hausse actuelle des prix,



des taux de rémunération et des autres revenus nominaux.

La politique monétaire n'est évidemment pas le seul facteur à agir sur le niveau de la dépense globale, ni même le plus important. Celle-ci dépend également des décisions prises dans le secteur privé, des mesures prises à tous les niveaux par les pouvoirs publics en matière de dépense, d'imposition, de prêt et d'emprunt, ainsi que, bien entendu, de la conjoncture économique et financière à l'étranger. L'évolution cyclique de l'économie canadienne a en effet toujours suivi d'assez près celle de l'économie américaine. Même si l'on n'accorde pas à la politique monétaire un rôle primordial dans le bon fonctionnement de l'économie, on conviendra qu'elle est assez importante pour être menée comme il faut.

J'en ai assez dit sur la nature et sur les effets généraux des moyens d'action de la banque centrale. Voyons maintenant comment utiliser ces derniers dans la pratique. Cette question me ramène au début de mon exposé, où je laissais entendre que le travail d'un dirigeant de banque centrale était essentiellement un exercice d'équilibre. Sans perdre de vue les répercussions des autres politiques appliquées sur le plan intérieur ni la situation économique à l'étranger, le dirigeant de banque centrale doit faire en sorte que le système bancaire continue de croître à un taux suffisamment élevé pour permettre à l'économie d'atteindre — et de conserver — un rythme de croissance vigoureux et susceptible d'être maintenu en même temps qu'un haut niveau d'emploi. Il cherche d'autre part à éviter que le système bancaire ne progresse tellement vite qu'à un moment donné il



devienne quasiment impossible de contenir l'inflation, si ce n'est aux dépens d'une croissance satisfaisante de l'emploi.

Dans une économie souffrant d'un taux de chômage anormalement élevé et d'un sous-emploi considérable des capacités de production, une forte augmentation de la dépense se traduit généralement par une progression de l'emploi et de la production plutôt que par une accélération des coûts et des prix. Toutefois, si cette croissance de l'emploi et de la production est suffisamment rapide et dure assez longtemps, il arrive un moment où l'apparition de pénuries locales de main-d'œuvre appropriée, conjuguée à la multiplication des goulots d'étranglement de la production, modifie progressivement la nature de la réaction. Dans les conditions que nous venons de décrire, une croissance trop rapide de la dépense nominale est de plus en plus susceptible d'occasionner une escalade des coûts et des prix plutôt que de nouveaux progrès sensibles de l'emploi et de la production.

Bien plus, si l'on permet à ce processus de se poursuivre, il arrive finalement un moment où il devient impossible de différer davantage l'introduction de mesures destinées à modérer la croissance de la dépense, en vue de contenir l'inflation. L'expérience vécue dans de nombreux pays indique qu'une correction tardive de ce genre d'évolution — alors qu'on n'a plus la situation en main — peut avoir pour déplorable conséquence un net ralentissement de la croissance économique et une hausse sensible du chômage. Pour cette raison, j'estime largement justifié de dire qu'une accélération de l'inflation mène souvent, à la longue, à une aggravation du chômage.

Les décisions que doit prendre quotidiennement une banque centrale l'obligent à porter des jugements délicats sur la conjoncture du crédit et sur l'opportunité d'accélérer, de ralentir ou d'à peu près maintenir la progression du système bancaire. Ces jugements reposent sur une évaluation des probabilités plutôt que sur des certitudes. Aussi ne peuvent-ils être que provisoires et doivent-ils être révisés lorsque de nouveaux renseignements ou des événements inattendus modifient les perspectives.

Un élément essentiel, pour formuler des jugements de ce genre, est une connaissance pertinente non seulement des tendances passées et de la situation présente de l'économie, mais également des diverses voies qu'elle pourrait emprunter au cours des deux prochaines années, ou même pendant plus longtemps, suivant le type de politique qui serait appliqué. La nécessité de réfléchir aussi longtemps d'avance à l'orientation probable de l'économie s'explique par les longs délais qui séparent l'introduction d'une politique monétaire et ses effets sur l'économie.

La meilleure façon d'expliquer le travail préparatoire à la prise des décisions par la Banque du Canada consisterait peut-être à donner un aperçu des considérations qui ont motivé la politique monétaire suivie ces derniers temps.

En 1972, la Banque du Canada a permis une nouvelle progression sensible de l'ensemble du système bancaire national, qui s'est accru de 15%, après un gain de 19% l'année précédente. Nous avons donc enregistré ces

deux dernières années une expansion monétaire soutenue, dont le taux est non seulement élevé par rapport aux chiffres enregistrés précédemment, mais encore nettement supérieur aux taux récents de croissance de la dépense et du revenu à l'échelle nationale.

Cette politique expansionniste s'expliquait principalement par la nécessité manifeste de promouvoir une forte augmentation de la demande, de la production et de l'emploi pendant quelque temps si l'on voulait que l'économie canadienne retrouvât un niveau d'activité plus satisfaisant. Tout en s'efforçant de maintenir une certaine aisance sur le marché du crédit, la Banque n'a pas négligé l'effet de freinage qu'était susceptible d'exercer sur l'expansion économique une hausse indésirable du cours du dollar canadien, dans l'éventualité d'un afflux exagéré de capitaux étrangers.

Si l'objectif immédiat et prioritaire a été la réduction du sous-emploi de l'appareil de production, la Banque est restée consciente des délais de réponse que comporte la mise en œuvre de la politique monétaire; d'ailleurs, depuis quelque temps, elle surveille étroitement la liquidité du système bancaire. Lorsque le taux de croissance déjà élevé des prêts bancaires s'est encore accéléré au premier trimestre de 1973, dépassant 25% à taux annuel, la Banque du Canada n'a pas permis que cette augmentation des prêts se traduise par une accélération correspondante de l'expansion monétaire. Le resserrement de la liquidité du système bancaire canadien qui s'en est suivi ainsi que les hausses sensibles observées récemment sur les marchés de l'argent à court terme aux États-Unis et outre-mer ont été

les principales causes du récent relèvement des taux d'intérêt à court terme dans notre pays, notamment du taux de la Banque du Canada.

Étant donné que toute modification du taux d'escompte tend à polariser l'attention sur le cours de la politique monétaire, j'aimerais consacrer quelques minutes à expliquer aussi clairement que possible les buts de notre politique actuelle.

Ainsi que je l'ai souligné lors du relèvement du taux d'escompte, un accroissement sensible du crédit bancaire et une nette expansion monétaire continuent d'être indispensables au financement d'un vigoureux essor de la production et de l'emploi. De nombreux signes prouvent que le rythme de la croissance économique au Canada depuis le troisième trimestre de l'an passé est exceptionnellement rapide et que nous sommes en voie de retrouver un haut niveau d'emploi. Il y a de bonnes chances que la forte expansion actuelle se poursuive. On peut par exemple observer des indices manifestes d'une accélération des immobilisations des entreprises canadiennes et on escompte également qu'une demande sensiblement accrue de nos produits à l'étranger stimulera encore davantage l'économie.

Si nous envisageons un avenir encore plus éloigné, nous devons bien admettre que le taux actuel de croissance de la dépense globale est trop élevé pour pouvoir être maintenu à long terme. Si l'économie a trop d'élan au moment où sont atteintes les limites de l'appareil de production, nous risquons de passer par une phase de surchauffe, qui serait suivie par une autre période de sous-emploi des ressources. Pour éviter ce danger, il

faudra ultérieurement modérer quelque peu le rythme de croissance de la dépense.

L'expansion récente des prêts bancaires a manifestement été trop rapide. L'augmentation de la demande de crédits bancaires semble être imputable en partie aux sociétés étrangères, que la structure actuelle des taux d'intérêt encourage à se procurer dans notre pays des capitaux qu'elles emploient à l'étranger ou dont elles se servent pour remplacer le financement obtenu normalement hors de nos frontières. Le taux réel d'intérêt payé aux banques par les gros emprunteurs servis au taux de base aux États-Unis se situe actuellement autour de 8% (compte tenu de la pratique courante d'exiger des soldes créditeurs proportionnels aux prêts), contre 6 1/2% au Canada. En raison de cette situation, la Banque du Canada a demandé aux banques à charte d'employer leurs fonds disponibles à satisfaire en priorité les demandes acceptables présentées par des emprunteurs canadiens plutôt que les demandes exceptionnelles, du genre de celles que je viens de mentionner, émanant de sociétés étrangères ou de leurs filiales canadiennes. En outre, les banques ont été priées d'accorder une attention particulière aux besoins des petites entreprises, qui n'ont pas facilement accès à d'autres sources de financement, ainsi qu'aux demandes de crédit provenant des régions à croissance relativement lente du Canada.

Je tiens à souligner une fois de plus que nous ne tendons pas vers un resserrement du marché de l'argent et que le système bancaire continuera de disposer des moyens suffisants pour permettre une croissance raisonnable

de l'ensemble de ses prêts.

Vous ne m'en voudrez pas, je l'espère, si je me permets en conclusion d'insister sur trois points importants.

Le premier est que l'économie ne réagit qu'avec un long retard aux mesures monétaires. S'il est vrai que certains effets se font sentir relativement vite, les délais de réponse sont généralement assez longs en ce qui concerne la production et les prix. Pourquoi la Banque du Canada a-t-elle donc relevé le taux d'escompte à un moment où les plus récentes statistiques indiquaient un taux de chômage d'encore 5.9%? (Notons que ce chiffre est descendu depuis à 5.5%.) La réponse est que la Banque du Canada doit, au-delà de la situation du moment, tenir compte des conditions susceptibles de se présenter dans un an ou deux.

Le deuxième point à retenir est que la demande de crédit, la croissance du système bancaire et le niveau des taux d'intérêt sont interdépendants. Vouloir qu'une banque centrale maintienne le loyer de l'argent à un niveau donné revient à exiger qu'elle renonce à contrôler l'expansion monétaire et la croissance du crédit. Cette remarque peut sembler élémentaire, mais j'ai parfois l'impression qu'on attend de la banque centrale qu'elle évite à la fois une augmentation rapide de la masse monétaire et une hausse des taux d'intérêt, sans tenir compte de la vigueur de la demande de crédit.

Pour terminer, je tiens à m'inscrire en faux contre toute allusion selon laquelle la Banque du Canada se préoccuperait tout compte fait



d'avantage des indices de prix que des Canadiens. Ainsi que je l'ai déjà déclaré, la Banque reste fermement décidée à maintenir un taux d'expansion monétaire suffisamment élevé pour contribuer à une forte croissance de l'emploi et de la production. Mais mener une politique monétaire qui irait encore plus loin et favoriserait une dépense excessive, donc une accélération de l'inflation — inflation qu'il faudrait ensuite combattre, avec tous les risques que cela comporte au point de vue de l'emploi et de la croissance —, ne correspond décidément pas à l'idée que je me fais des moyens d'assurer le progrès social. Nous obtiendrons à long terme de meilleurs résultats, sur le plan de l'emploi comme sur celui des prix et des coûts, si nous nous efforçons d'éviter de tel excès.

L'expérience récente a montré combien il est difficile de résoudre par des politiques de la demande les problèmes qui se posent après les périodes de dépense excessive, une fois que les anticipations inflationnistes se sont solidement implantées. Cette remarque ne constitue certes pas un prétexte pour s'abstenir de prendre les mesures préventives nécessaires lorsqu'il en est encore temps.

La Banque du Canada va donc continuer de consacrer une grande attention au problème du chômage. Elle n'en oubliera pas pour autant celui de l'inflation — même si je dois reconnaître que, du fait de l'océan inflationniste dans lequel nous baignons, nos possibilités d'obtenir les résultats souhaités sur le plan des prix et des coûts sont extrêmement limitées.



Sur le cadran de la politique monétaire, il n'y a pas que les deux positions extrêmes marquées «grande aisance» et «grande austérité», même si le vocabulaire semble nous manquer pour décrire les nombreuses nuances intermédiaires. La meilleure façon de choisir une bonne politique monétaire est d'essayer d'atteindre un équilibre raisonnable entre les risques qui nous menacent d'un côté comme de l'autre, selon que l'expansion monétaire est exagérée ou insuffisante. Mais n'est-ce pas là, après tout, le rôle d'une banque centrale.