

NE PAS PUBLIER AVANT 13h, HEURE AVANCÉE DE L'EST,
LE 11 OCTOBRE 1973

LIBRARY FILE COPY
EXEMPLAIRE DE LA BIBLIOTHÈQUE

ÉVOLUTION RÉCENTE DE LA SITUATION MONÉTAIRE

Allocution prononcée par M. Gerald K. Bouey,
Gouverneur de la Banque du Canada,
au congrès sur les perspectives économiques
du Conference Board in Canada,
à Toronto, le 11 octobre 1973

Allocution prononcée par M. Gerald K. Bouey,
Gouverneur de la Banque du Canada,
au congrès sur les perspectives économiques
du Conference Board in Canada,
à Toronto, le 11 octobre 1973

Permettez-moi de vous dire que je suis heureux de me trouver parmi vous aujourd'hui et de pouvoir participer à ce congrès sur les perspectives économiques. Une banque centrale doit absolument disposer à tout moment d'une évaluation exacte des perspectives économiques, et accueille favorablement tout élément d'information susceptible de l'aider. C'est donc avec un intérêt tout particulier que j'écouterai les participants au colloque exposer leurs vues sur le proche avenir. Je voudrais profiter de l'occasion que m'offre ce déjeuner-causerie pour vous exposer la politique actuelle de la Banque du Canada, un sujet qui, vous en conviendrez avec moi, cadre bien avec les thèmes traités dans un congrès comme celui-ci. Ce faisant, je me propose de commenter l'évolution récente de la conjoncture du crédit et de la situation monétaire, puis de dire quelques mots sur la physionomie actuelle de l'économie canadienne.

Depuis plusieurs mois déjà, de nombreux symptômes d'essoufflement de l'appareil de production se font sentir : niveaux d'activité très élevés, gonflement des carnets de commandes dans nombre d'industries, prolongation des délais de livraison de diverses matières premières. De plus, des signes de tension se manifestent sur le marché du travail, où l'on constate pour certaines catégories d'emploi une pénurie de main-d'œuvre qualifiée et non qualifiée.

Il n'est guère facile de concilier la presque totalité des renseignements sur la situation de l'économie canadienne avec les résultats de l'Enquête sur la main-d'œuvre selon lesquels, pas plus tard qu'au mois d'août, le chômage au

Canada touchait encore, après correction des variations saisonnières, 5 1/2% de la population active, chiffre généralement considéré chez nous comme un indice de sous-utilisation de la main-d'œuvre et des ressources de l'économie. On en conclura que, pour l'instant du moins, le taux de chômage global, en tant que baromètre du sous-emploi des ressources, ne peut être interprété de la même façon qu'au cours des années antérieures. Je ne voudrais pas insinuer par là que le marché du travail ne connaît plus de difficultés persistantes. Mais il me semble que nous devrions nous garder d'utiliser mécaniquement les statistiques du chômage pour prouver l'insuffisance de la demande globale.

Comme l'économie canadienne approche une fois de plus des limites pratiques de l'appareil de production, il faudra bien que son taux de croissance réelle ralentisse dans les mois à venir par rapport au rythme des douze derniers mois, vu que ce dernier est de loin supérieur au taux de croissance à long terme qui se situe entre 5 et 5 1/2%. En outre, à moins que le ralentissement de la croissance réelle n'aille de pair avec une modération proportionnelle du taux d'augmentation à prix courants de la dépense nationale brute, nous devons nous attendre à ce que le niveau des prix au Canada en soit affecté. C'est pourquoi depuis plusieurs mois la politique de la Banque du Canada a visé à stimuler la demande dans une moindre mesure en atténuant la croissance rapide de la monnaie et du crédit bancaire, que nous considérons comme appropriée aussi longtemps que la marge de capacité inutilisée paraissait assez considérable.

Il est incontestable que la politique monétaire a été nettement expansionniste en 1971 et en 1972. Cela saute aux yeux dès que l'on examine la croissance des agrégats monétaires ou l'ampleur du fléchissement des taux d'intérêt par rapport

aux sommets atteints en 1969 et en 1970. Si la Banque du Canada a commencé, à partir du deuxième semestre de 1971, à surveiller de près les liquidités du système bancaire, il n'en est pas moins vrai qu'elle a également permis une augmentation considérable du crédit bancaire et de la monnaie et qu'elle a maintenu cette politique jusqu'au début de 1973.

Cette politique monétaire était dictée par la conjoncture économique de la période. À cette époque, il eut été difficile, vu l'ampleur du chômage et des marges de ressources inutilisées, de justifier une politique monétaire nettement moins expansionniste, se traduisant par une croissance moins rapide de la monnaie et du crédit ainsi que par des niveaux plus élevés du loyer de l'argent et du taux de change. Il y a un an encore, la plupart des Canadiens n'avaient pas confiance en la vigueur de l'expansion économique et étaient plutôt irrités de voir que le taux de chômage ne donnait aucun signe de baisse. Or, avec le recul, nous constatons que l'activité économique entamait déjà une vive reprise, non seulement au Canada, mais dans tous les pays occidentaux. Toutefois, de sérieuses divergences de vues séparaient alors ceux qui estimaient que la situation économique était meilleure fondamentalement qu'elle ne le paraissait de ceux qui étaient moins optimistes. Il en fut particulièrement ainsi au troisième trimestre de 1972, l'effet négatif de très nombreux arrêts de travail et d'un temps exceptionnellement inclément donnant l'impression d'un ralentissement de la croissance économique. Il semblait bien difficile également de prévoir combien de temps s'écoulerait avant que l'économie canadienne ne se rapprochât de nouveau des limites de l'appareil de production.

Durant la plus grande partie de 1972, on a craint notamment qu'un ralentissement de l'expansion monétaire et qu'une hausse des taux d'intérêt

au Canada ne provoquent un afflux de capitaux et ne créent de nouvelles pressions à la hausse sur le cours du dollar canadien. Ce dernier s'était déjà considérablement apprécié depuis sa mise en flottement en mai 1970 et, vu les marges de ressources inutilisées et la forte concurrence étrangère à laquelle nombre de nos industries avaient à faire face sur les marchés intérieur et extérieur, toute hausse supplémentaire du dollar canadien à cette époque aurait été mal venue.

En tout état de cause, ce n'est qu'au printemps dernier que les Canadiens se sont rendus compte de la vigueur remarquable de la conjoncture au Canada ainsi que, d'ailleurs, dans le monde entier. L'indice le plus frappant de l'évolution survenue à l'étranger a été la hausse des prix des produits agricoles et des matières premières traitées sur les marchés internationaux, qui a été de loin supérieure à toutes celles qui avaient jamais été enregistrées jusque-là en temps de paix.

La politique économique commença à se modifier au début de cette année, en réponse à la pression croissante exercée sur le système bancaire par la forte demande de crédit attribuable à la vive expansion économique. Jusque-là, le volume des liquidités bancaires ne s'était guère modifié pendant plus d'un an. Par la suite, toutefois, dans le but d'empêcher que l'essor de la demande de crédit n'entraînât une accélération encore plus marquée de l'expansion monétaire, la Banque du Canada pratiqua une politique de réserves-encaisse plus restrictive pour forcer les banques à charte à réduire considérablement leurs liquidités, dont le montant était déjà restreint.

Comme il devenait de plus en plus difficile et coûteux pour les banques de satisfaire entièrement la demande croissante de crédit, les taux d'intérêt commencèrent à subir une forte pression à la hausse. À cela s'ajoutait le

comportement du loyer de l'argent à court terme aux États-Unis et en Europe, qui grimpait à un rythme sans précédent, encore que l'incidence de ce facteur fût atténuée par l'évolution des cours du change à terme. Cette situation donna lieu, au début d'avril, à la première modification du taux d'escompte depuis octobre 1971 et, au cours des mois qui suivirent, à une série de relèvements successifs.

Afin de ne laisser aucun doute sur l'interprétation à donner à ces signaux traditionnels de la banque centrale que constituent la pression sur la liquidité bancaire et les relèvements du taux d'escompte, nous avons consacré une partie de nos déclarations publiques et de nos entretiens avec les représentants des banques à charte à exposer aussi franchement que possible l'objectif que nous poursuivions. Tout en soulignant la nécessité pour les banques de modérer le rythme d'accroissement récemment atteint par l'ensemble de leurs prêts, nous n'avons laissé aucun doute sur le fait que, dans les circonstances actuelles, nous tenions à éviter toute réduction brutale du crédit bancaire. De cette façon, nous espérons éviter la répétition d'un scénario, observé de temps à autre dans le passé, selon lequel une longue période où les politiques de prêt des banques demeuraient presque constantes était suivie par un revirement indésirable parce que soudain, à un moment où il n'était plus possible de ne pas passer à l'action. De plus, nous avons demandé instamment aux banques de faire de leur mieux pour continuer d'accorder, conformément aux politiques expressément formulées par elles, un volume raisonnable de crédit aux petites entreprises en général ainsi qu'aux clients des régions du pays où l'activité économique accuse un certain retard, tout en maintenant aussi à un niveau raisonnable l'encours de leurs prêts hypothécaires à l'habitation.

Nous n'ignorions pas que les banques éprouveraient beaucoup de difficultés à appliquer ces principes généraux à l'examen des cas particuliers que constitue chaque demande de crédit. Il n'existe pas de recette facile conformément à laquelle les banques à charte pourraient réaliser le juste milieu entre l'ouverture toute grande des vannes du crédit ou leur fermeture complète. Nous nous sentions encouragés, toutefois, du fait que les banques nous avaient assurés qu'elles nous offriraient leur collaboration pleine et entière et ne négligeraient aucun effort pour suivre la voie que nous leur tracions.

Si l'on veut protéger les catégories les plus vulnérables d'emprunteurs contre les effets d'une politique restrictive du crédit bancaire, il faut que le ralentissement recherché de ce crédit se fasse au détriment des autres catégories d'emprunteurs. Comme les gros emprunteurs peuvent généralement avoir recours à d'autres sources de financement lorsque le crédit bancaire leur est refusé, la rivalité dans la recherche de fonds ne peut manquer de porter le loyer de l'argent à un niveau où l'offre et la demande de capitaux s'équilibrent. Si des modifications opportunes des politiques de prêt des banques peuvent apporter une contribution importante au contrôle du crédit et de la masse monétaire, les fluctuations du loyer de l'argent jouent également un rôle de premier plan en la matière. Les mesures monétaires restrictives visant à pousser les agents économiques bien déterminés à réduire leurs projets de dépenses doivent faire en sorte que ces derniers jugent les conditions du crédit trop difficiles ou le prix plus élevé que celui qu'ils sont disposés à payer.

Ces derniers mois, des banques centrales des États-Unis et d'un certain nombre de pays européens ont également, dans leurs efforts de contrôle de la

croissance de la monnaie et du crédit, permis aux taux d'intérêt à court terme de jouer un rôle de premier plan. Le loyer de l'argent a atteint dans ces pays des niveaux sans précédent. Aux États-Unis, par exemple, le taux préférentiel appliqué aux prêts bancaires de montant élevé s'établit en général à 10% et si l'on tient compte de l'obligation souvent faite aux bénéficiaires de maintenir une certaine somme en compte, ce taux dépasse en réalité 11%. Les taux des certificats de dépôt à échéance de 30 à 90 jours ont atteint un plafond de 10 1/2 à 11%; ils sont dernièrement redescendus à un peu moins de 10%. Vous vous souviendrez qu'au Royaume-Uni le taux d'escompte a été porté à la fin de juillet dernier, en l'espace de deux semaines, de 7 1/2 à 11 1/2%. Le taux de base se situe à environ 12 1/2% dans ce pays et est tout aussi élevé en Allemagne. Les taux des dépôts à court terme sur le marché de l'eurodollar ont atteint un maximum de 11 1/2% mais viennent de baisser d'environ 1%.

Bien que la plupart des Canadiens considèrent que les taux d'intérêt à court terme ont marqué une hausse très vive dans notre pays depuis le printemps dernier, leur progression en fait a été bien moindre que dans beaucoup d'autres pays. Comme vous le savez, le taux préférentiel des gros prêts bancaires aux entreprises est de 9%. Les taux d'intérêt sur les dépôts à court terme dans les banques n'ont généralement pas dépassé 8 1/2% et le papier commercial à court terme payait récemment entre 8 1/2 et 9%. Ces taux ont augmenté d'environ 3 points depuis le premier trimestre de l'année, mais restent bien inférieurs aux taux correspondants sur les marchés étrangers.

Comme les dépôts à court terme dans les banques à charte jouent un rôle important dans notre système financier, il est incontestable, à mon avis,

que l'accord dit «de Winnipeg» a beaucoup contribué à l'atténuation de la pression à la hausse sur le loyer de l'argent à court terme au Canada. En vertu de cet accord, conclu avec l'assentiment du ministre des Finances, conformément à la Loi sur les banques, les banques à charte ont convenu de fixer un plafond à l'intérêt qu'elles peuvent verser sur les dépôts à terme de moins d'un an.

Le plafond prévu par l'accord de Winnipeg est maintenant beaucoup plus élevé qu'il y a quelques mois. Les relèvements dont il a été l'objet se justifiaient par la nécessité d'atténuer les difficultés que rencontraient les banques dans la recherche de fonds à court terme et de réduire d'autant les pressions auxquelles donnait lieu la concurrence que les banques livraient aux entreprises de crédit hypothécaire dans des secteurs du marché qui constituaient traditionnellement les principales sources de financement de ces dernières.

Une autre raison a contribué au relèvement du plafond des taux d'intérêt stipulé dans la Convention de Winnipeg. Ces derniers mois, l'écart entre les taux d'intérêt à court terme pratiqués au Canada, aux États-Unis et sur le marché de l'eurodollar a été beaucoup plus prononcé qu'auparavant, et les cours du change à terme se sont modifiés en conséquence. Dans la conjoncture monétaire internationale actuelle, l'évolution des taux de change à terme a exceptionnellement bien réussi à réduire les sorties de capitaux spéculatifs et à empêcher que les taux d'intérêt à court terme au Canada, moins élevés que ceux de l'étranger, ne s'inscrivent en hausse. Toutefois, il existe toujours des limites à la protection que procurent les cours du change à terme, lesquelles varient selon les circonstances. Aussi le relèvement du plafond de la Convention de Winnipeg était-il nécessaire pour contrer les grosses sorties de capitaux à court terme

qui ne manqueraient pas d'avoir des conséquences indésirables sur le cours du change.

Après avoir tenté de vous exposer les objectifs de notre politique monétaire, j'en arrive à vous parler de ses résultats. Il est encore trop tôt pour les analyser en profondeur, mais nous pouvons quand même en tirer certains enseignements. Il est clair que nous avons réussi à éviter la réaction extrême que constitue une réduction brutale du crédit bancaire, même si les banques ont été tenues dans une position très serrée quant à leurs liquidités. Incontestablement, ceux qui auraient aimé que leur banque se montre plus généreuse en matière de crédit jugent que la politique monétaire a été très restrictive; les banques, elles, auraient certes souhaité de donner plus souvent à leurs clients une réponse affirmative. Pourtant, les prêts bancaires ont continué de croître à un rythme plutôt élevé, la masse monétaire, également. Le comportement des prêts bancaires ces derniers mois laisse à penser que leur rythme très rapide d'accroissement s'est quelque peu modéré par rapport à ce qu'il était plus tôt dans l'année. Jusqu'ici, toutefois, il y a peu de signes d'un ralentissement notable de la croissance des principaux agrégats monétaires. Le taux annuel désaisonnalisé de croissance de la masse monétaire - au sens strict ou sens large - était au troisième trimestre de l'ordre de 15%, donc toujours relativement élevé. C'est en partie parce qu'on estimait que le ralentissement de la croissance de la monnaie et du crédit n'était pas suffisant que le taux d'escompte a de nouveau été augmenté en septembre.

Habituellement, lorsqu'un dirigeant de banque centrale prend la parole en public, il peut prévoir assez exactement quel aspect de sa politique a le plus

de chances de susciter des questions de son auditoire, surtout s'il vient d'annoncer cinq hausses successives du taux d'escompte en six mois. Les relèvements du taux d'escompte, personne n'en sera surpris, sont un sujet plus passionnant que les statistiques sur la croissance de la monnaie et du crédit. Aussi, à beaucoup d'autres tribunes, je m'attendrais à devoir convaincre mes auditeurs que la politique monétaire au Canada n'a été ni indésirablement ni inutilement restrictive. J'imagine, toutefois, que je n'aurai aucune peine à persuader de ce fait une assemblée de spécialistes du fait économique.

Néanmoins, j'aimerais aborder le vieux problème du degré de restriction ou d'aisance d'une politique monétaire. Certains ne voient que les taux d'intérêt et concluent que la banque centrale s'est engagée cette année dans une politique très restrictive. D'autres confinent leur intérêt à la masse monétaire et en déduisent que la politique monétaire a été bien trop libérale.

Comme vous avez pu vous en rendre compte, la Banque du Canada ne se limite pas à l'examen d'une seule catégorie d'indicateurs économiques, les taux d'intérêt ou les agrégats monétaires par exemple. Nous accordons une attention continue au comportement du loyer de l'argent au Canada et à l'étranger, ne serait-ce qu'en raison de l'importance manifeste que revêtent pour l'évolution de notre balance des paiements et du cours du dollar canadien les variations de l'écart entre les taux d'intérêt sur divers marchés de par le monde. Bien entendu, tout comme vous, nous n'ignorons pas que les taux d'intérêt, qui de prime abord paraissent très élevés comparativement à leurs niveaux d'il y a quelques années, ne le sont après tout pas tellement en réalité car, partout dans le monde, prêteurs et emprunteurs tendant de plus en plus

à tenir compte de l'accélération de l'inflation ces dernières années, le loyer de l'argent en est arrivé à comporter une majoration destinée à compenser l'effet de l'inflation.

En ce qui concerne l'expansion du crédit bancaire et de la monnaie, il semble que la plupart des banques centrales — y compris la Banque du Canada — la surveillent de nos jours avec bien plus d'attention qu'il y a quelques années, et qu'elle compte maintenant pour beaucoup dans la formulation des politiques. De notre côté, nous continuons de douter que l'on puisse tirer des lignes de conduite précises, fiables ou efficaces en matière d'orientation de la politique monétaire au Canada du seul comportement des agrégats monétaires dans le passé. Il nous faut, par exemple, résoudre le problème posé par les changements dans le cadre institutionnel. Depuis la dernière révision de la Loi sur les banques, ces dernières octroient bien plus de prêts à terme et de prêts hypothécaires à l'habitation que précédemment, ce qui ne cesse d'influer sur les statistiques du crédit bancaire et de la monnaie. Au cours des douze derniers mois, l'encours des prêts hypothécaires à l'habitation octroyés par les banques à charte s'est accru de bien plus d'un milliard de dollars, autrement dit de plus d'un tiers. Du côté du passif, il s'est produit également des modifications de structures : pendant la même période, les dépôts personnels à terme, dont le montant n'était guère significatif avant la révision de la Loi sur les banques, ont progressé de plus de 2 milliards de dollars, soit de près de 40%. On constate, en outre, que les banques cherchent à obtenir des dépôts à terme plus éloigné que précédemment. On ne peut négliger cette évolution lorsqu'on tente d'interpréter la croissance des agrégats monétaires les plus complets. Mais, comme je l'ai

déjà indiqué, je suis d'avis que l'expansion monétaire au Canada ces derniers temps a été relativement vigoureuse.

Je me rends bien compte que l'expansion économique donne des signes de ralentissement par rapport à son exubérance de l'hiver dernier, l'économie s'étant rapprochée entre-temps des limites de l'appareil de production. Des grèves ont également causé de graves perturbations au troisième trimestre. L'avenir est toujours incertain et l'heure présente semble toujours mal choisie pour qui s'expose à faire de la prévision dans le domaine économique. Cependant les prévisionnistes canadiens semblent généralement partager l'opinion que l'économie est fondamentalement dynamique, et je suis personnellement du même avis. Je suis prêt à admettre que le niveau des ventes de voitures automobiles atteint ces derniers mois n'est probablement pas soutenable et que le rythme exceptionnellement élevé de la construction de logements risque de ralentir. Sur un plan plus général, les consommateurs peuvent se trouver enclins à remettre à plus tard certaines dépenses non indispensables, par suite de la vive augmentation des prix, en particulier des prix des produits alimentaires. Par contre, de nombreux indices démontrent que nous allons assister à une forte poussée des investissements en usines et en biens d'équipement et qu'un grand nombre de nos plus importants secteurs d'exportation, y compris l'agriculture, continueront probablement de bénéficier d'un marché très ferme à l'étranger l'année prochaine.

Dans l'évaluation des perspectives économiques que vous au cours de ce colloque, vous accordez pas mal d'attention à l'évolution à l'étranger en particulier aux États-Unis. Le climat d'incertitude dans lequel

nous vivons, et que le déclenchement des hostilités au Moyen-Orient vient aggraver, ne vous facilite guère la tâche. Quoi qu'il en soit, aux États-Unis, la majorité des prévisionnistes semblent croire que l'Administration américaine a de bonnes chances d'atteindre l'année prochaine un taux de croissance économique grâce auquel il sera possible d'éviter une récession tout en créant un climat plus propice à une amélioration de la tenue des prix. En outre, nous nous trouvons peut-être à l'aube d'un arrêt provisoire de l'escalade des prix des produits alimentaires et des matières premières sur les marchés mondiaux, lequel atténuerait fortement la pression sur les prix en Amérique du Nord. Si nous désirons que notre pays soit en mesure de profiter au maximum de cette situation, il est indispensable de barrer la route aux pressions d'origine interne de la demande et des coûts, susceptibles d'anéantir l'incidence de tout facteur bénéfique provenant de l'extérieur. Si, par contre, nous parvenons à gérer nos affaires comme il le faut, la conjugaison de ces développements à l'étranger et des mesures prises sur le plan national pourrait permettre à notre économie de s'engager de manière ordonnée dans la voie d'une croissance économique soutenable, assortie d'une hausse des prix considérablement moindre que celle que nous connaissons.

Bien que la politique monétaire ne constitue pas le seul moyen d'action, il me semble qu'elle devrait avoir pour objectif dans l'avenir immédiat de promouvoir cette évolution. Elle devrait aussi chercher à éviter, à court terme, toute perturbation des marchés du crédit et du rythme de l'activité économique, tout en empêchant que l'expansion de la monnaie et du crédit n'atteigne un rythme de nature à favoriser à la longue une pression inflationniste intérieure. Notre tâche n'est pas facile, mais nous nous efforçons de la mener à bien.