

NE PAS PUBLIER AVANT 19h30, HEURE NORMALE DU PACIFIQUE  
LE 21 JANVIER 1974

---

ALLOCATION PRONONCÉE PAR M. G.K. BOUEY,  
GOUVERNEUR DE LA BANQUE DU CANADA,  
AU BANQUET DE CLÔTURE DU CONGRÈS ANNUEL  
DU VANCOUVER BOARD OF TRADE,  
À VANCOUVER, LE 21 JANVIER 1974

---

---

Allocution prononcée par M. Gerald K. Bouey,  
Gouverneur de la Banque du Canada,  
au Vancouver Board of Trade, le 21 janvier 1974

---

Lorsque, en juillet dernier, j'acceptai l'aimable invitation de votre président à prendre la parole au présent banquet de clôture du Congrès annuel du Vancouver Board of Trade, j'espérais que, entre-temps, la conjoncture inflationniste mondiale se serait considérablement redressée et que le Canada aurait de bonnes chances de maintenir une croissance économique satisfaisante et d'accéder à une amélioration de la tenue des coûts et des prix.

Les perspectives d'une continuation de la croissance restent bonnes, mais l'optimisme en ce qui concerne la tendance des prix se justifie moins à l'heure actuelle.

Deux motifs surtout permettaient d'escompter une détente marquée de la pression des prix à l'étranger sur l'économie canadienne. Premièrement, on pouvait s'attendre qu'avec le temps la pénurie passagère de bon nombre de produits alimentaires et de matières industrielles s'atténuerait, notamment à la faveur de meilleures récoltes et de la réaction de l'offre mondiale à la flambée des prix des matières premières survenue l'an dernier. Deuxièmement, on pouvait prévoir que la pression de la demande se modérerait dans certains grands pays industrialisés en 1974, rendant plus normal et plus soutenable le rythme de la croissance économique.

Depuis l'automne dernier, toutefois, la crise pétrolière a ajouté une nouvelle et importante source de perturbations à la situation économique mondiale,

et il est devenu à tout le moins extrêmement difficile en raison des incertitudes qui en sont résultées d'effectuer des pronostics à court terme. La prévision économique, il est vrai, a toujours été un art difficile. Aujourd'hui, dans bien des pays, le choc économique causé par la brutale hausse du prix du pétrole et des produits pétroliers - et, dans certains cas, par les soucis nés des difficultés d'approvisionnement en pétrole étranger, même indépendamment des prix élevés actuellement en vigueur dans le monde - pose des problèmes d'adaptation que n'ont jamais connus les sociétés modernes en temps de paix.

Bien que les répercussions de cette crise ne semblent pas devoir gravement compromettre l'approvisionnement en produits pétroliers du Canada, il reste que nous sommes exposés aux conséquences directes et indirectes du renchérissement spectaculaire du pétrole dans le monde. Ce problème ajoute une dimension nouvelle à la hausse des coûts et des prix qui se manifestait déjà au Canada et risque de provoquer, à l'échelle régionale et sectorielle, de grandes variations des flux de revenus et de dépenses. La situation pétrolière dans le monde aura probablement aussi d'autres répercussions au Canada, surtout par le biais de ses effets néfastes sur la balance des paiements, et peut-être sur le niveau de l'activité économique de certains de nos partenaires commerciaux. Néanmoins, le Canada semble être en meilleure posture que la plupart des autres pays en ce qui concerne les perspectives de poursuite de la croissance en 1974.

Je reviendrai sur ce sujet à la fin de ma causerie, mais je désirerais vous entretenir d'abord de l'orientation prise par la politique monétaire l'année passée à la lumière de l'évolution et des perspectives économiques.

Depuis les premiers mois de 1973, la Banque du Canada mène une politique beaucoup moins favorable à une croissance rapide de la monnaie et du crédit au Canada que celle qu'elle avait poursuivie en 1971 et en 1972.

J'ai déjà exposé dans d'autres discours et dans des déclarations publiques les motifs de ce changement d'orientation. Le plus important est que l'économie canadienne, compte tenu de la capacité de son appareil de production, avait atteint un niveau d'activité tel qu'une politique monétaire fortement expansionniste ne se justifiait plus. Dès le printemps de 1973, il était devenu de plus en plus évident que, pour l'avenir immédiat, la demande globale au Canada risquait davantage d'être trop élevée que d'être trop faible.

L'évolution monétaire et financière au Canada a, par la suite, témoigné tant de la vigueur continue de la conjoncture économique que de la nouvelle orientation de la politique monétaire.

Bien que nous ne disposions pas encore de statistiques complètes pour 1973, les points saillants de l'évolution conjoncturelle enregistrée au cours de cette année sont déjà assez visibles. La dépense nationale brute à prix courants a été de 14 à 15% plus élevée qu'en 1972. Parmi les composantes de la dépense qui ont contribué à cette très vive augmentation de la demande de produits canadiens, on notera la dépense des ménages, la construction de logements et les exportations. Les investissements en usines et en équipement se sont aussi nettement accélérés l'an dernier et constitueront très probablement un sérieux atout à la poursuite de l'expansion économique en 1974.

La vigueur de la demande extérieure en 1973 a donné lieu à une hausse sensible du prix et du volume de nos expéditions d'un grand nombre des matières premières que nous fournissons traditionnellement au reste du monde et a fait vivement progresser le niveau du revenu et de l'emploi dans diverses régions du Canada. Des exemples frappants ne sont guère difficiles à trouver ici même en Colombie-Britannique, dans de nombreux secteurs de base tels que l'exploitation forestière, l'industrie extractive et la pêche. Une conjoncture économique semblable se retrouve ailleurs au Canada, même dans des régions qui se spécialisent dans la production d'autres biens destinés à l'exportation. Par conséquent, même si l'année 1973 a été caractérisée par de brutales variations des taux de change des principales monnaies et par beaucoup d'incertitude quant à l'évolution future du système des paiements internationaux, elle a encore été une année d'expansion rapide du commerce mondial, tant pour le Canada que pour la plupart des autres pays.

La vive progression des dépenses au Canada en 1973 s'est traduite par une augmentation exceptionnelle de l'activité économique, bien que l'expansion ait été plutôt irrégulière au cours de l'année. L'essor particulièrement rapide survenu l'hiver dernier fut suivi par environ six mois de croissance relativement lente, imputable en partie aux limites de capacité de l'appareil productif et aux effets des grèves; par la suite, l'activité économique aurait marqué un regain au cours des derniers mois de l'année. Pour l'ensemble de 1973, la production globale en volume de l'économie canadienne a été de près de 10% supérieure à celle de 1972. Ce taux de

croissance est le plus élevé que nous ayons connu depuis le milieu des années soixante et dépasse sensiblement le chiffre moyen annuel de 5 à 5 1/2% que nous pouvons considérer comme réalisable à long terme.

Cette hausse de la production est allée de pair avec la plus importante progression de l'emploi atteinte au Canada depuis les années quarante, que l'on considère le nombre absolu de nouveaux emplois ou le taux de croissance de l'emploi. Ce dernier, de 5.2% en 1973, se compare au précédent taux record d'après-guerre de 4.2% atteint en 1966. On se félicitera que toutes les régions du pays aient participé à ce progrès record de l'emploi. Ainsi, dans les provinces atlantiques et en Colombie-Britannique, le nombre de personnes au travail était de 6 1/2% plus élevé qu'en 1972, tandis qu'au Québec, l'augmentation atteignait près de 6%.

Cette ascension extraordinairement rapide de la production et de l'emploi en 1973 témoignait de plus en plus clairement des tensions qui se faisaient jour dans notre économie à mesure que l'année s'écoulait. L'essor enregistré l'hiver dernier a mené notre économie dans beaucoup de secteurs aux limites pratiques de notre appareil de production, et ce stade a été atteint avec un taux de chômage beaucoup plus élevé que ne le laissait prévoir l'expérience des périodes antérieures. Le chômage, selon l'Enquête sur la main-d'œuvre, a atteint en moyenne l'an dernier 5.6%, niveau qui, au cours des années précédentes, aurait été associé à un marché du travail relativement aisé, mais qui, par contre, durant la majeure partie de l'année 1973 a coïncidé avec un resserrement de ce même marché. Les pressions de plus en plus fortes

sur notre appareil de production se sont également traduites par la pénurie croissante d'une grande variété de produits, par l'allongement des délais de livraison et par le gonflement rapide des carnets de commandes. Ainsi, l'expansion économique ne pouvait plus se poursuivre à un rythme supérieur au taux de croissance de l'appareil productif. Toute tentative de forcer davantage le pas n'aurait guère renforcé l'expansion économique réelle, mais aurait simplement accéléré un taux d'inflation déjà élevé.

Je n'ai pas besoin d'insister sur la très vive hausse des prix enregistrée au Canada en 1973, qui reflète en grande partie l'accentuation mondiale de l'inflation à laquelle j'ai déjà fait allusion. Ce phénomène résulte lui-même de la conjonction d'une pénurie de denrées alimentaires ainsi que de matières premières de base, et d'une très forte croissance de la demande partout dans le monde. Nous ne pouvons pas nous attendre à ce que cette flambée inflationniste s'atténue rapidement. Bien que l'on puisse entrevoir la fin de certaines pénuries temporaires à mesure que le rythme de croissance de la demande dans les pays industrialisés se modérera, le coût accru des ressources humaines et matérielles n'en continuera pas moins de se répercuter sur la structure des prix en 1974, qui souffrira en outre du brutal renchérissement du pétrole.

L'essor économique et la flambée des prix enregistrés en 1973 ont donné lieu à de fortes demandes de crédit. Parallèlement, la Banque du Canada a cherché à opérer une transition vers une décélération de

l'expansion de la monnaie et du crédit afin d'aider à modérer les pressions de la dépense au sein de notre économie. Dans ces circonstances, les efforts des banques à charte pour satisfaire la forte demande de prêts n'ont pas tardé à se traduire par une pression accrue sur leurs liquidités et sur le loyer de l'argent à court terme. La pression à la hausse sur les taux d'intérêt a en outre reçu un net appoint du renchérissement encore plus prononcé de l'argent à court terme aux États-Unis et en Europe.

Depuis le printemps dernier, je me suis efforcé d'expliquer aux banques et au public que la conjoncture réclamait un ralentissement plutôt qu'une réduction brutale du crédit bancaire. Les banques à charte ont été encouragées à s'efforcer d'atteindre cet objectif d'une manière qui, comme elles le souhaitaient elles-mêmes, pénaliserait le moins possible les petites entreprises ainsi que les clients des régions du pays où l'activité économique accuse un certain retard et qui affecterait le moins possible le marché des prêts hypothécaires à l'habitation. Il s'ensuivait, bien entendu, que les efforts de modération de l'expansion rapide du crédit bancaire se concentreraient principalement sur les grandes entreprises. Cette politique devait à son tour contribuer aux pressions à la hausse sur les taux d'intérêt, étant donné que la plupart des grandes entreprises ont suffisamment de poids pour que leurs demandes de crédit influent tant sur les autres secteurs du marché des capitaux que sur le système bancaire.

Certains indicateurs donnent à penser que l'orientation plus restrictive de la politique monétaire adoptée le printemps dernier n'a entraîné jusqu'ici qu'une très faible modération - si modération il y a - de l'expansion de la monnaie et du crédit, compte tenu de la très forte et très persistante demande de fonds. En décembre, par exemple, les prêts généraux octroyés par les banques à charte étaient toujours de 26% plus élevés qu'un an plus tôt, tandis que la monnaie et les dépôts bancaires du public enregistraient une progression de 18%. Dans les deux cas, en fait, l'accroissement a été quelque peu supérieur à celui de 1972.

Il convient cependant de remarquer que, à court terme, le comportement de ces deux séries peut être très fortement influencé par des modifications passagères des circuits de financement. Ainsi, beaucoup de gros emprunteurs peuvent aisément remplacer un concours bancaire par l'émission de papier à court terme sur le marché monétaire. Le choix de l'une ou de l'autre de ces deux formes de financement à court terme dépend en partie de variations assez faibles du coût relatif du crédit. Depuis l'été dernier, l'encours du papier à court terme émis par les agents économiques autres que les institutions financières a enregistré une réduction considérable, le coût du papier commercial ayant grimpé au point d'égaliser et même de dépasser le taux préférentiel des prêts bancaires; il ne fait pas de doute que la forte progression des prêts bancaires au cours de cette période est liée à cette évolution.

Il est probable que la nette progression de l'encours des dépôts bancaires à terme est également attribuable dans une certaine mesure au fait que des capitaux à court terme ont délaissé le marché du papier pour prendre le chemin des banques. Un autre facteur a également joué en ce sens : le fort accroissement de l'épargne confiée aux banques et aux sociétés de fiducie sous forme de dépôts personnels à terme, laquelle un an plus tôt était allée alimenter les dépôts du gouvernement dans les banques à la suite des achats massifs d'Obligations d'épargne du Canada.

Compte tenu de ces modifications dans le flux du financement, on observe quelques signes de modération de la croissance du crédit à court terme. De plus, la progression de la masse monétaire détenue par le public, agrégat qui au sens le plus étroit comprend la monnaie et les dépôts à vue à l'exclusion des dépôts à terme, a visiblement ralenti. Au dernier trimestre de 1973, la moyenne des avoirs liquides ainsi définis du public était de 12% plus élevée qu'un an plus tôt, mais leur taux annuel de croissance était tombé à un peu plus de 8% au cours du dernier semestre.

L'influence réciproque de la forte demande de crédit et de la modification de la politique monétaire, dans un contexte international marqué par une escalade des taux d'intérêt, a provoqué un relèvement appréciable du loyer de l'argent au Canada en 1973. Bien que la Banque du Canada n'ait pas mené une politique visant à porter le prix de l'argent à court terme à des niveaux comparables aux sommets atteints aux États-Unis

et sur les principaux marchés financiers de l'étranger, la hausse a cependant été très forte. Ainsi les taux types du papier à court terme étaient en fin d'année de 5 points supérieurs à ceux du début de l'année. Les taux préférentiels accordés par les banques à charte aux gros emprunteurs ont progressé en même temps de 3 1/2 points et les principaux taux créditeurs à un rythme comparable. La Banque du Canada a relevé à cinq reprises son propre taux d'escompte, le portant en septembre à son niveau actuel de 7 1/4%.

Vers la fin de 1973, les taux d'intérêt à court terme au Canada furent encore une fois l'objet d'une pression à la hausse, et certains d'entre eux augmentèrent de nouveau. Comme il était très possible que cette pression se révélerait n'être qu'un phénomène passager, la Banque du Canada a agi de façon à atténuer la pression à la hausse sur le loyer de l'argent, même si cette politique devait s'accompagner d'un accroissement temporaire des prêts et des dépôts bancaires.

Il convient de souligner le rôle essentiel que jouent les variations du loyer de l'argent en contribuant à assurer une expansion ordonnée de l'économie et à contenir la hausse des prix et des coûts. Vu les pressions qui se sont exercées l'année dernière sur la capacité de production et la vigueur concomitante de la demande de crédit, une hausse des taux d'intérêt était indispensable. Toute tentative d'empêcher, en permettant une expansion monétaire encore plus rapide, les taux d'intérêt d'augmenter au rythme qu'ils avaient atteint eût accentué les pressions de la demande dans une économie fonctionnant pratiquement à son maximum et donc contribué à

provoquer de nouvelles hausses des prix. En outre, à la longue, cette politique serait allée à l'encontre de l'objectif recherché, puisque l'intensification de l'inflation aurait porté les épargnants à exiger des taux de rendement plus élevés pour compenser la dévalorisation accélérée de la monnaie.

Telle est la façon dont les choses se sont passées jusqu'à l'éclatement de la crise du pétrole. Les marges de capacité inutilisées de l'économie canadienne s'étaient résorbées au cours d'une période d'expansion rapide, de sorte que la croissance de la production en 1974 ne pourrait être aussi forte qu'en 1973. Les pressions extérieures sur les prix semblaient devoir s'atténuer et on s'attendait à une modération de certains éléments de la demande, mais un nouvel essor des dépenses d'investissement aurait contribué à maintenir un rythme d'expansion économique qui aurait toujours comporté quelques risques d'une pression excessive de la demande sur l'appareil productif. Après un accroissement considérable des prix, des bénéfices et des revenus agricoles, certains indices donnaient à penser, dès les derniers mois de 1973, que les salaires et les traitements avaient amorcé une hausse. Dans cette conjoncture, les politiques de gestion de la demande qu'il convenait d'appliquer semblaient raisonnablement évidentes : il fallait essayer de maintenir, en ce qui concernait la demande, un climat favorable à la poursuite d'une croissance économique rapide mais pas au point qu'elle risquerait de compromettre les perspectives d'une amélioration de la tenue des prix.

Le déclenchement soudain de la crise du pétrole influence de diverses façons les perspectives économiques mondiales.

Mentionnons les conséquences directes d'une pénurie éventuelle de pétrole. On ne voit pas encore clairement quelle en serait l'ampleur, mais elle peut entraîner, dans certains pays, une réduction de la croissance de la production et de l'emploi. Les effets d'un manque généralisé peuvent être accentués par une pénurie de certains articles, par exemple les charges de départ pétrochimiques et le mazout de soute, ce qui pourrait aggraver pendant quelque temps les difficultés de certaines industries et entraver le transport des marchandises.

La forte hausse du prix du pétrole aura pour effet d'accélérer sensiblement la hausse des coûts dans le monde. Un large éventail de biens et de services dont la production dépend de l'utilisation du pétrole renchérra, dans certains cas même considérablement. De par le monde, on s'attendait à une certaine modération de l'escalade des prix et des coûts qui avait caractérisé 1973 même avant la récente hausse de prix du pétrole. Maintenant, malheureusement, ces bonnes perspectives ont été remises à plus tard.

La forte augmentation des prix du pétrole donnera également lieu à des transferts énormes de revenus des consommateurs aux producteurs de pétrole et aux gouvernements. Cette situation laissera aux consommateurs de pétrole moins d'argent à affecter à d'autres choses. Si ces transferts ne se compensent pas, ils auront tendance à réduire les niveaux mondiaux de la demande.

Pour la plupart des pays, le transfert de revenus des consommateurs de pétrole aux producteurs et aux gouvernements se fait de l'intérieur vers l'extérieur. Étant donné que les exportations et les importations de pétrole du Canada sont approximativement égales, notre situation est différente. Chez nous, les transferts de revenus constituent un problème interne auquel nos gouvernements accordent actuellement comme vous le savez une grande attention.

À l'échelle mondiale, les répercussions de ces transferts, compte tenu des prix actuels du pétrole, seront réellement accablantes - augmentant de plusieurs dizaines de milliards de dollars la note à payer par l'ensemble des pays importateurs de pétrole. Cette secousse sans précédent subie par le système des échanges et des paiements internationaux obligera les pays les plus touchés à procéder à des rajustements importants, qui auront à leur tour des répercussions dans d'autres pays.

Les premiers temps au moins, les pays exportateurs de pétrole ne pourront affecter qu'une fraction de leurs énormes revenus additionnels à une augmentation de leurs achats dans le reste du monde. Autrement dit, pour le moment, les pays importateurs de pétrole dans leur ensemble auront peu de possibilités de corriger l'affaiblissement de leur balance commerciale comme ils l'auraient fait en des circonstances plus normales, c'est-à-dire en réduisant la demande intérieure et en employant les ressources ainsi détournées de la consommation nationale à accroître leurs recettes d'exportation. Au lieu de cela, leurs importations de pétrole donneront lieu à des déficits considérables de leur balance commerciale lesquels devront être

financés principalement dans un proche avenir par des emprunts à l'étranger et par des ponctions sur leurs réserves de change. Les pays exportateurs de pétrole, en contrepartie, procéderont à une accumulation massive de créances.

Voilà une perspective peu attrayante pour les pays les plus riches qui ont généralement préféré régler leurs importations par des exportations et auxquels les conséquences des emprunts à l'étranger ne plaisaient guère. L'avenir est encore moins prometteur pour les pays moins bien nantis, disposant de réserves de change modestes et déjà trop endettés.

Il sera de la plus grande importance que les principaux pays commerciaux envisagent ce problème dans son contexte international et évitent toute tentative indue de transmettre à d'autres pays l'augmentation du déficit de leur balance commerciale imputable au problème du pétrole. De telles tentatives auraient comme effet de renforcer le danger qui menace la stabilité et la croissance économiques à l'échelle mondiale. Dans ces circonstances, il semble des plus souhaitable que les pays restent en consultation étroite pour arriver à uniformiser leurs objectifs et leurs politiques en matière de balance des paiements. Je me sens réconforté de voir que tant la nature du problème global que le besoin de consultation et de collaboration internationales étroites dans ce domaine ont été admis sans ambages dans les débats des ministres des Finances du Comité des Vingt auxquels j'ai participé à Rome, la semaine dernière. Les problèmes d'ajustement sont énormes et, jusqu'à présent, on ne voit pas encore très bien quelle solution leur apporter.

Les effets de ces développements à l'étranger sur l'économie canadienne de même que les implications au Canada du problème pétrolier devront évidemment faire l'objet d'examens approfondis lors de la formulation de la politique monétaire. Notre objectif premier, toutefois, demeurera inchangé : créer et entretenir un climat monétaire qui, d'une part, aidera l'économie à parvenir à une croissance de la production et de l'emploi limitée seulement par la capacité de l'appareil productif et, d'autre part, ne compromettra pas les perspectives à long terme d'une amélioration de la tenue des coûts et des prix.