

NE PAS PUBLIER AVANT 13 HEURES, HEURE NORMALE DU CENTRE
LE 26 NOVEMBRE 1974

ALLOCUTION PRONONCÉE PAR
M. GERALD K. BOUEY
GOUVERNEUR DE LA BANQUE DU CANADA
AU MEN'S CANADIAN CLUB DE WINNIPEG
LE 26 NOVEMBRE 1974

Allocution prononcée par
M. Gerald K. Bouey,
Gouverneur de la Banque du Canada,
au Men's Canadian Club de Winnipeg
le 26 novembre 1974

À l'époque où je vivais dans l'Ouest canadien, on prétendait que les gens de la région ne pouvaient se réunir pour un motif quelconque sans en arriver bientôt à parler de blé. J'ai l'impression qu'il en va de même des dirigeants de banque centrale, qui, eux aussi, ont tendance à toujours parler boutique. J'ai l'intention d'agir de même, mais j'aimerais commencer par vous dire un mot du contexte dans lequel se déroule l'activité économique et se formule la politique monétaire. J'accorderai une attention toute particulière à certaines influences observées à l'échelle mondiale, qui pourraient fort bien se révéler pour un certain temps encore les plus importants de tous les facteurs de l'évolution économique de notre pays. Ma présence à Winnipeg aujourd'hui m'encourage à suivre cette voie, car j'ai toujours été conscient du vif intérêt qu'on porte ici à ce qui se passe dans le monde.

Comme chacun le sait, l'économie mondiale est en pleine perturbation; elle vit sous la menace à la fois d'une persistance de la forte poussée inflationniste et d'une interruption prolongée de la croissance économique.

Parmi les divers maux qui affligent la plupart des pays à l'heure actuelle, il en est de nouveaux venus, mais beaucoup sont d'anciennes connaissances. Ce n'est pas la première fois depuis la dernière guerre qu'une poussée inflationniste continue de se renforcer bien après que l'essor économique qui lui avait donné naissance a commencé à s'estomper. Quant aux tensions engendrées par la recrudescence récente et en grande partie imprévue de l'inflation dans le monde, nous ne devons pas les considérer réellement comme des nouveautés, même si elles sont nettement plus graves cette fois-ci que par le passé. En de tels moments, certains prix augmentent très rapidement tandis que d'autres marquent le pas. Le prix de vente appliqué par une catégorie donnée d'agents économiques constituant le coût à acquitter par les autres, il ne faut pas s'étonner de l'amenuisement des marges bénéficiaires enregistré par un nombre croissant d'entreprises et d'industries, de la généralisation et de la dureté inhabituelles des conflits du travail, ainsi que des pressions exercées sur les gouvernements par des groupes qui exigent réparation des préjudices qu'ils estiment subir. Tout cela représente une partie de la note que l'on doit payer actuellement pour avoir permis à la vague inflationniste de déferler sur le monde.

Les causes de cette inflation mondiale sont, à mon avis, assez faciles à comprendre. On pourrait les rechercher assez loin dans le passé, les rattacher à des développements survenus au cours des années soixante, à la guerre du Vietnam notamment, mais compte tenu de l'objectif que nous poursuivons, il suffira de faire remarquer que la quasi totalité des grands pays industrialisés avaient enregistré un ralentissement économique au début de la

présente décennie et voulaient, ce qui est assez compréhensible, rétablir le plus rapidement possible un niveau élevé d'activité économique et d'emploi. Aussi poursuivaient-ils des politiques financières et monétaires fortement expansionnistes. La virulence de l'expansion monétaire qui s'ensuivit dans certains pays se trouva renforcée par les efforts qu'ils faisaient pour conserver des taux de change qui se révélèrent intenable.

À la longue, ces politiques ont occasionné dans les grands pays industrialisés une progression rapide de la dépense des secteurs public et privé, dont les effets se propageaient par le jeu du commerce international. La production faisait un bond en avant presque simultanément dans la plupart des pays. En 1973, donc bien plus tôt que prévu, la vigueur de cet essor généralisé menaçait de créer des pénuries de matières premières, dont un grand nombre se mit à renchérir rapidement. Pour ce motif et pour d'autres que nous étudierons plus loin, le prix des produits agricoles sur les marchés mondiaux prit la tête du peloton.

Au Canada aussi, la rapide expansion de la demande tant extérieure qu'intérieure faisait que l'économie commençait à toucher, plus tôt aussi que prévu, aux limites de sa capacité de production dans un nombre croissant de secteurs. Je crois qu'il n'est que juste de faire remarquer que le taux élevé de chômage enregistré dans notre pays nous avait amené à penser que les marges inutilisées de capacité de production étaient plus grandes qu'elles ne l'étaient en fait, réalité que nous avons découverte par la suite en constatant qu'une pénurie relativement aiguë de main-d'œuvre pouvait coexister

avec un taux de chômage considérablement plus élevé que celui que nos calculs laissaient prévoir. En 1973, dans les secteurs où l'appareil productif fonctionnait à plein rendement, on observa des goulots d'étranglement, un gonflement des carnets de commande et un allongement des délais de livraison. À mesure que cette conjoncture se généralisait, les majorations de prix devinrent plus importantes, plus fréquentes et touchèrent un plus grand nombre de produits, au stade intermédiaire comme au stade final de la production. Une évolution similaire dans ses grandes lignes se produisit dans d'autres pays industrialisés.

Petit à petit, les pays industrialisés prirent des mesures destinées à modérer la croissance de la dépense intérieure et à freiner l'inflation qui s'abattait sur leur économie.

Il va de soi que la demande n'était pas seule en cause. Un coup d'œil sur l'offre nous permet de constater que le plus ancien et le plus important foyer de l'inflation actuelle est le problème sans cesse plus menaçant de l'alimentation dans le monde. L'offre de céréales alimentaires et de produits pour l'alimentation animale s'est sensiblement amenuisée ces dernières années. Je ne vous apprends rien en mentionnant que les récoltes ont été médiocres dans certaines des principales régions productrices, notamment, bien sûr, dans nos provinces des Prairies. Rien n'indique qu'une solution à ce déséquilibre soit en vue. Comme la demande mondiale de ces produits ne cesse de croître, le prix des céréales et de leurs dérivés a fait un bond et nous assistons à une tragique recrudescence de la famine dans certaines parties du globe.

Il y a un an, le quadruplement du prix du pétrole sur le marché mondial a donné une dimension nouvelle aux problèmes auxquels les nations tentent de trouver une solution. Les répercussions du renchérissement de l'or noir sur les marchés internationaux commencent à peine à se manifester et il reste à voir dans quelle mesure les nations sauront y faire face. De nombreux pays importateurs de cet hydrocarbure ont vu leur balance des paiements devenir lourdement déficitaire. Si le prix du pétrole par rapport au niveau général des prix se stabilise, nombre de pays importateurs ne pourront maintenir, même à court terme, un niveau d'activité économique acceptable, à moins de s'endetter dans des proportions sans précédent.

Un certain nombre de pays peuvent difficilement emprunter pour acquitter la facture pétrolière, faute de prêteurs. C'est ainsi qu'est né le fameux problème du recyclage des recettes pétrolières. Un recyclage complet suppose que, outre le financement qui peut être accordé sans trop de peine par les marchés financiers ordinaires, des fonds seront acheminés vers certains pays incapables de supporter seuls le poids d'une telle dette. Cette tâche ne pourra être menée à bien sans une collaboration internationale de grande envergure, car il n'est guère raisonnable d'escompter que la totalité des fonds ainsi prêtés aux pays économiquement faibles sera remboursée.

Même si les pays parvenaient à conclure des accords de recyclage à court terme relativement efficaces, ils ne resteraient pas moins placés devant un problème crucial, à savoir la recherche d'un équilibre supportable

entre les principaux pays exportateurs de pétrole et le reste du monde. Trouver une solution acceptable pour un grand nombre de pays sera une tâche fort malaisée. Le Comité intérimaire du Conseil des Gouverneurs du Fonds Monétaire International présidé par le ministre des Finances du Canada aura à jouer un rôle de tout premier plan dans ce domaine.

Depuis le début de 1974, la nature de la poussée inflationniste qui sévit dans le monde est l'objet d'une modification graduelle. Les pressions attribuables à un excès de la demande se sont atténuées dans la plupart des pays et ne constituent plus le moteur de la continuelle escalade des prix. Certaines matières premières ont déjà commencé à baisser de prix et il s'avère de plus en plus que la progression continuelle des prix finals s'explique par la poussée des coûts. Cette progression des coûts résulte elle-même dans une large mesure du comportement de diverses catégories d'agents économiques qui essaient de se prémunir contre les conséquences du renchérissement passé ou actuel des prix et, dans certains cas apparemment, contre l'éventualité de nouvelles hausses encore plus marquées.

Parallèlement, la croissance économique s'est fortement ralentie ou temporairement arrêtée dans la plupart des pays industrialisés. Dans une certaine mesure, un tel fléchissement de la croissance était probablement inévitable. De fait, une pause était indispensable pour empêcher les distorsions engendrées par l'inflation croissante de provoquer la faillite de l'organisation de la production dans le monde. Nous risquons, cela va sans dire, de voir le ralentissement de l'activité économique s'accroître et durer davantage

qu'aucun pays ne le souhaite et atteindre des proportions telles qu'aucun pays ne soit en mesure de l'éviter par ses propres moyens. Par contre, nous risquons également que les pays réagissent de façon excessive à cette faiblesse passagère de leur économie en ayant recours à un ensemble exagéré de stimulants fiscaux et monétaires susceptibles d'alimenter un processus inflationniste encore plus aigu d'ici deux ou trois ans.

Telle est donc en gros la situation actuelle de l'économie mondiale et le cheminement qu'elle a suivi pour y parvenir.

Quand j'analyse l'évolution économique des trois ou quatre dernières années, je ne puis m'empêcher de constater qu'elle présente des caractéristiques communes partout dans le monde. En période de ralentissement économique, il est tout à fait normal que les politiques fiscale et monétaire soient expansionnistes. Toutefois, leur application ne produit pas immédiatement de résultat, et il est difficile pour les autorités d'attendre patiemment sans augmenter de temps à autre la dose de mesures incitatives. L'excès de ces dernières finit par déclencher un essor économique d'une vigueur insoutenable. En règle générale, au moment où la nécessité d'atténuer le degré de stimulation se fait sentir, il est déjà trop tard. Ce processus a pour résultat une surchauffe périodique de l'économie, un renforcement de l'inflation et une augmentation des anticipations inflationnistes. Sans prétendre que ces quelques considérations expliquent entièrement comment les pays ont abouti à diverses reprises à surchauffer leur économie, je suis convaincu qu'elles contribuent dans une large mesure à rendre compte du phénomène.

Surchauffer l'économie nous conduit à poursuivre des objectifs fondamentalement incompatibles. D'une part, nous tentons de faire fonctionner

des économies de marché dans lesquelles les prix et les revenus sont en grande partie déterminés par une multitude de décisions très décentralisées et où le niveau général des prix est déterminé par le jeu de l'offre et de la demande. D'autre part, nous faisons périodiquement tourner nos économies si près des limites de leur capacité que nous sommes condamnés à faire face dans de nombreux secteurs à des situations où la production n'arrive pas à s'accroître au rythme de la demande. Aussi les forces du marché auxquelles nous nous fions sont celles-là mêmes qui donneront un nouveau départ à la hausse des prix. Et après, nous nous étonnons que personne n'ait encore trouvé la solution au problème de l'inflation! Si telle est la façon dont nous envisageons de faire fonctionner le système, il serait temps de découvrir que personne ne trouvera de solution au problème. En effet, il n'existe pas de formule qui permette aux économies de marché, dotées d'une aussi large liberté individuelle que celle à laquelle nous sommes habitués, de continuer à fonctionner comme il faut quand nous laissons une demande excessive les surchauffer périodiquement.

L'expérience est en train de nous démontrer combien il est difficile de faire fonctionner une économie dans un climat inflationniste. Vous vous souviendrez qu'il y a quelques années, lorsque le rythme de l'inflation était encore relativement modéré, on ne cessait de se demander quelle importance il fallait accorder à ce phénomène. D'un côté, il y avait les tenants de l'opinion selon laquelle les gens avaient tendance à fortement exagérer les conséquences néfastes de l'inflation, et qu'il valait mieux s'y adapter et tenter de composer avec elle plutôt que de consentir de lourds sacrifices

pour y mettre fin. Par contre, nombre de personnes étaient d'avis que si nous nous efforcions de nous accommoder de l'inflation, le processus ne ferait que s'accélérer avec le temps puisque toute tentative d'enrayer l'accélération de la hausse des prix deviendrait, une fois qu'on se serait adapté à une économie d'inflation, une opération aussi difficile que l'aurait été la tentative d'éliminer l'inflation dès le départ. En tout état de cause, des arguments théoriques de ce genre sont rarement tout à fait convaincants et, comme il arrive si souvent dans l'histoire de l'humanité, nous sommes en train d'apprendre bien des choses à nos dépens.

Chacun sait que l'inflation a pour effet une forme de redistribution du revenu qui, quelque dommageable qu'elle soit pour les perdants, ne constitue qu'un des aspects du problème. Lorsque la valeur de la monnaie commence à s'effriter à un rythme à la fois rapide, variable et imprévisible, le préjudice possible est bien plus important que la seule diversité aléatoire et arbitraire des gains et des pertes en termes de revenu et de richesse réels.

En réalité, le fonctionnement efficace des sociétés industrielles telles que nous les connaissons aujourd'hui dépend beaucoup plus qu'on ne s'en rend généralement compte d'une certaine prévisibilité de la valeur de l'unité monétaire, laquelle sert de référence dans la rédaction des contrats et la planification de l'épargne et des placements. Les conséquences d'une incertitude croissante quant à la valeur future de la monnaie peuvent être observées dans presque tous les niveaux du comportement économique. La planification rationnelle de l'avenir devient de plus en plus difficile et

tout engagement à terme, sauf s'il est de durée extrêmement courte, devient plus hasardeux que jamais. Il ne manque pas à travers le monde d'exemples de graves distorsions et déséquilibres qui ont été introduits dans les rapports entre les prix et les coûts, ni d'exemples de tensions résultant de ces distorsions.

Quelles sont donc les politiques qui s'offrent à nous dans la conjoncture actuelle ?

Disons tout de suite qu'aucun pays n'aura recours, avec raison d'ailleurs, à la solution draconienne d'essayer de provoquer délibérément la décélération économique nécessaire pour juguler l'inflation dans un laps de temps relativement court. Comme je l'ai mentionné précédemment, nous courons toutefois le risque que le ralentissement actuel de l'activité dans le monde ne s'aggrave et ne dure plus que les périodes précédentes de faiblesse conjoncturelle. Cette éventualité pourrait résulter du besoin pressant qu'éprouvent certains pays de réduire le déficit de leur balance des paiements et de l'interaction des efforts déployés simultanément par de nombreux pays en vue de contenir l'inflation. Heureusement toutefois, on connaît généralement bien, dans tous les grands pays, les mesures susceptibles de provoquer une crise économique et on souhaite ardemment trouver le moyen d'assurer que les grands pays commerçants s'abstiendront de prendre de telles mesures. De fait, bien qu'un certain nombre de pays ne puissent faire que peu de choses en ce qui concerne le déficit de leur balance des paiements, la plupart ont mis en œuvre des politiques visant à limiter tout ralentissement ultérieur de

l'économie, lesquelles devraient bientôt, je l'espère, relancer un tant soit peu la croissance économique.

Par contre, je ne vois pas comment, dans un avenir immédiat du moins, les pays industrialisés pourront sortir de l'impasse actuelle tout en évitant une continuation de l'inflation et un ralentissement de la croissance économique plus marqué que celui qu'ils enregistraient tout récemment encore. Il est trop tard maintenant pour qu'il en soit autrement, car le processus inflationniste a acquis une force trop grande. Étant donné que les mesures drastiques sont inacceptables, la seule solution raisonnable consiste à essayer de tempérer progressivement l'inflation pendant quelques années en faisant tourner l'économie à un rythme qui lui permette de poursuivre sa croissance, sans toutefois toucher aux limites de la capacité de production. Il ne sera pas facile de naviguer dans ce passage étroit, mais il s'agit d'une entreprise dont l'enjeu est de taille. Pour la mener à bien, il faudra que toutes les couches de la société coopèrent en réduisant leurs dépenses à un degré compatible avec une certaine diminution de l'inflation, et tout ce qui peut stimuler une telle coopération servira le bien commun.

J'ai volontairement choisi de traiter de ces grandes questions de politique économique en me référant à l'ensemble des pays industrialisés puisque, dans la plupart des cas, il s'agit de problèmes communs à ceux-ci. Je voudrais maintenant examiner de plus près la conjoncture au Canada. La semaine dernière, le ministre des Finances a abordé, dans son budget, la politique fiscale et la situation financière du gouvernement. Je me propose donc de circonscrire mes commentaires à l'évolution récente de la politique monétaire.

Comme vous vous en souvenez, les premiers mois de 1973 avaient marqué le début d'une modification progressive de l'orientation de la politique monétaire au Canada. Ce changement visait à amener, d'une façon ordonnée, l'expansion monétaire à prendre un rythme plus modéré et plus soutenable. Au cours des 18 mois suivants, les taux d'intérêt au Canada n'ont pas cessé d'augmenter graduellement. Cette évolution a été la résultante de l'orientation moins expansionniste de la politique monétaire de la Banque du Canada, de la vigueur de la demande de crédit au sein d'une économie en plein essor et de la pression attribuable au vif renchérissement du loyer de l'argent à l'étranger.

Bien que l'objectif n'ait pas été atteint du jour au lendemain, je crois que nous avons réussi à modifier le climat monétaire de façon à considérablement freiner l'excès de la demande. Nous avons atteint cet objectif tout en évitant les bouleversements qu'aurait entraînés un resserrement brutal du crédit, même si le marché obligataire a accusé au printemps dernier un fléchissement plus marqué qu'on ne l'aurait normalement souhaité.

Jusque vers la fin de l'été, nous avons jugé que les enseignements fournis par les principaux indicateurs économiques et financiers, qui pourtant faisaient état d'une atténuation progressive des pressions de la demande, ne justifiaient pas encore un assouplissement de notre politique monétaire. Toutefois, déjà pendant l'été, les indicateurs devenaient plus convaincants. Les symptômes d'un ralentissement dans la croissance de la demande globale au Canada se faisaient plus nombreux; si les perspectives d'expansion des dépenses d'investissement en outillage et équipement demeuraient bonnes,

les mises en chantier de logements par contre baissaient fortement et il y avait de plus en plus lieu de penser que nos exportations allaient se ressentir du déclin continu de l'activité économique à l'étranger. Sur les plans monétaire et bancaire, la monnaie hors banques et les dépôts du secteur privé dans les institutions bancaires, y compris les dépôts d'épargne et les dépôts à terme, ont continué d'augmenter assez rapidement, alors que le taux annuel de croissance de la masse monétaire au sens strict, soit de l'ensemble de la monnaie en circulation et des dépôts à vue, tombait à des niveaux relativement bas. Ces derniers mois, la demande de crédit bancaire a aussi affiché des signes de modération.

Dans ces circonstances, nous en sommes arrivés à la conclusion que le moment était venu d'apporter un ajustement à l'orientation de la politique monétaire. Les taux d'intérêt ont atteint leur point culminant au Canada il y a trois mois environ, c'est-à-dire vers la fin d'août, et depuis lors les taux d'intérêt ont fléchi sur le marché. Pour certains taux d'intérêt, notamment le rendement des titres du gouvernement canadien, la modification a été considérable. Une nette régression du loyer de l'argent aux États-Unis a contribué à faire baisser les taux canadiens, mais d'autres facteurs ont également joué en ce sens, notamment un certain ralentissement de la demande de crédit dans notre pays, et les opérations de la Banque du Canada qui ont permis aux banques à charte d'améliorer quelque peu leur situation de liquidité. Tenant compte de l'évolution des taux d'intérêt sur les marchés financiers, la Banque du Canada a réduit son taux d'escompte le 15 novembre,

date à laquelle il a été mis fin à la vente de la plus récente série d'Obligations d'épargne du Canada. Les banques à charte et les autres institutions financières ont aussi annoncé des réductions de leurs taux d'intérêt débiteurs et créditeurs.

Il convient de ne pas se méprendre sur le sens du réajustement de la politique monétaire. Il ne signifie nullement que nous ayons subitement renoncé à nous efforcer de contenir raisonnablement l'inflation en confinant l'expansion monétaire dans les limites de la modération. Cet objectif demeure primordial. Le réajustement signifie tout simplement que nous avons observé l'arrivée sur la scène économique de facteurs qui tendent à atténuer la demande globale et la croissance économique réelle.

À notre avis, la politique monétaire devrait avoir pour objectif de maintenir la croissance monétaire à un rythme compatible à la fois avec une poursuite de l'expansion économique et avec un ralentissement de l'inflation. Les taux d'intérêt doivent pouvoir s'ajuster - dans un sens ou dans l'autre - toutes les fois qu'une modification de ce genre est nécessaire au maintien de l'expansion monétaire dans les limites mentionnées précédemment. S'il est vrai qu'il existera toujours des facteurs d'origine extérieure échappant à notre contrôle, il n'en demeure pas moins que nous devons user de patience et de modération si nous voulons œuvrer au rétablissement d'un équilibre plus sain dans l'économie canadienne.