

Library (12)

NE PAS PUBLIER AVANT 20 HEURES, HEURE AVANCÉE DE L'EST
LE 28 MAI 1975

ALLOCUTION PRONONCÉE PAR
M. GERALD K. BOUEY,
GOUVERNEUR DE LA BANQUE DU CANADA,
AU DÎNER DONNÉ À L'OCCASION DE
L'ASSEMBLÉE ANNUELLE DE
L'ASSOCIATION CANADIENNE DES COMPAGNIES
D'ASSURANCE-VIE
OTTAWA, LE 28 MAI 1975

Allocution prononcée par
M. Gerald K. Bouey,
Gouverneur de la Banque du Canada,
au dîner donné à l'occasion de l'Assemblée annuelle
de l'Association canadienne des compagnies d'assurance-vie
Ottawa, le 28 mai 1975

Voilà déjà plusieurs années que j'assiste avec grand plaisir aux dîners donnés à l'occasion des assemblées annuelles de l'Association canadienne des compagnies d'assurance-vie. Les heures que j'ai passées avec vous à ces occasions ont toujours été en même temps intéressantes et agréables. Aussi ai-je compris, lorsque votre Président m'a invité à assister à la réunion de cette année et à y prendre la parole, qu'il me faisait une offre que je ne pouvais refuser.

Les organisateurs de cette réunion ont choisi cette année comme thème de débat «les compagnies d'assurance-vie dans un contexte d'inflation». Ce choix n'a rien de surprenant puisque, depuis quelques années, l'inflation se fait de plus en plus virulente de par le monde et que la valeur de l'argent s'érode au fil des ans à un rythme inégal et imprévisible. L'inflation cause de graves difficultés à la fois à celui qui a besoin d'épargner à long terme et à celui qui doit emprunter à long terme pour financer des projets d'investissement. Elle entrave sans nul doute lourdement les efforts déployés par les compagnies d'assurance-vie pour aider les épargnants à se protéger efficacement et à long terme contre les aléas de la vie.

L'inflation gagnant en rapidité et en ténacité, le rendement que les compagnies d'assurance obtiennent du placement de leurs liquidités en est arrivé à comprendre une majoration implicite liée dans une certaine mesure à l'inflation qui a été enregistrée ces dernières années et qu'on s'attend peut-être à voir persister un certain temps encore. Ces dernières années, toutefois, cette majoration n'a pas réussi à croître tout à fait au même rythme que l'inflation. Il s'en est suivi l'apparition de taux d'intérêt réels négatifs - c'est-à-dire de taux d'intérêt insuffisants pour compenser l'érosion du pouvoir d'achat des fonds épargnés. Il est difficile de croire que ce phénomène puisse devenir une caractéristique fixe ou durable de nos marchés financiers.

Combien de fois n'avons-nous pas entendu dire, il y a quelques années, que l'inflation ne constituait pas vraiment un bien grave problème. Il suffisait, disait-on, de faire preuve d'un peu d'ingéniosité pour prévenir ou compenser toute perte due à l'inflation. L'expérience des dernières années nous enseigne que les choses ne sont pas si simples. Pour que l'inflation profite à quelques-uns, il faut qu'au moins un certain nombre d'autres en pâtissent. En pratique, cela signifie que l'escalade doit continuer à un rythme supérieur à la capacité de prévision et d'adaptation d'au moins une partie de la population. Or, plus nous nous engageons dans cette voie, plus il sera difficile d'en sortir. À mon avis, nous n'avons d'autre choix que d'apprendre à juguler l'inflation.

J'ai eu l'occasion, il y a moins de trois mois, de publier dans mon Rapport annuel quelques remarques sur notre situation économique; ma vision des choses ne s'est guère modifiée depuis. Ce soir, je me propose surtout d'en préciser quelque peu les faits saillants.

La nature et l'origine des difficultés économiques que nous connaissons actuellement n'a rien de mystérieux. Depuis de nombreux mois déjà, la plupart des pays industrialisés sont en forte récession. Ce n'est pas par hasard que ce phénomène succède directement à une flambée inflationniste enregistrée à l'échelle mondiale. La spirale des prix et des coûts déclenchée par ce boom mondial est un bel exemple du climat d'instabilité qui naît lorsqu'on laisse «surchauffer» la machine économique. L'ascension des taux d'intérêt est une autre conséquence des tensions qui accompagnent une économie en surexpansion. Encore un exemple de cette instabilité, la fièvre avec laquelle les entreprises accumulent des stocks de certains produits avant qu'ils ne deviennent plus rares et plus chers. Ces éléments sont à l'origine de toutes sortes de déséquilibres et de distorsions du profil de l'activité économique, lesquels ne pourront être corrigés qu'à grand-peine. L'économie mondiale de sous-emploi que nous connaissons actuellement est, en réalité, fille de l'économie mondiale de surchauffe d'il y a un an ou deux.

Si le mélange d'inflation et de récession dont nous souffrons actuellement est en grande partie la conséquence inévitable du récent essor économique observé dans le monde, cet essor lui-même, quelle en avait donc été la cause?

En bref, il avait surtout résulté des politiques monétaire et financière excessivement expansionnistes menées les premières années de la présente décennie par presque tous les pays industrialisés. Le recours à ces politiques se justifiait par la volonté de ramener la production et l'emploi à un niveau

élevé, au lendemain du ralentissement du début de la décennie. Une autre caractéristique particulière de cette période a été la très vive instabilité dont ont fait preuve les marchés de change internationaux; en outre, nombre de pays ont trouvé, dans la crainte qu'une tenue relativement bonne de leur monnaie sur les marchés des changes ne porte préjudice à leur évolution économique interne, une raison de plus de tolérer un rythme exceptionnel d'expansion monétaire. Les anciennes parités de change étaient en train de s'effondrer et cette ambiance d'incertitude faisait que beaucoup de pays ne tenaient guère à modifier le cours de leur monnaie autant que les circonstances le dictaient; pourtant, des modifications importantes finirent par s'imposer. Je ne crois pas que les gens se rendent compte du rôle qu'a joué ce facteur dans le déclenchement de cette poussée inflationniste, la plus grave que nous ayons enregistrée depuis la fin de la deuxième guerre mondiale.

Avant que la plupart des pays n'eurent adopté de mesures visant à modérer la poussée expansionniste provoquée par leur politique intérieure, celle-ci avait déjà occasionné chez eux une croissance rapide de la dépense des secteurs public et privé ainsi qu'un essor de l'activité économique, encore renforcé par le jeu du commerce international. Si un plus grand nombre de pays avaient prévu qu'un tel boom était imminent, ils auraient probablement réajusté leur tir plus tôt. La persistance de taux de chômage apparemment élevés a induit nombre d'entre eux en erreur en leur faisant croire à l'existence de marges de capacité de production inutilisées beaucoup plus importantes qu'elles ne l'étaient en réalité. La pression sur les prix engendrée par ce boom vint

encore accélérer le rythme déjà élevé d'inflation que nous avait légué la haute conjoncture précédente, et se vit encore fortement renforcée par des facteurs spéciaux de renchérissement des produits agricoles et énergétiques.

Ce n'était pas la première fois depuis la fin de la guerre que des politiques visant à une relance rapide de l'économie se soldaient par une expansion instable, par une aggravation de l'inflation et, peu après, par une nouvelle récession. Étant donné que nous nous trouvons à l'heure actuelle sensiblement au stade auquel avaient abouti les expériences précédentes, avec la différence que le taux d'inflation est encore plus élevé, nous devons rechercher avec le plus grand soin comment réagir cette fois-ci.

La tentation de recourir à des politiques par trop expansionnistes et de les appliquer trop longtemps résulte surtout du malaise que nous éprouvons tous devant une aggravation sensible du chômage et de notre désir commun d'y mettre un terme dans les plus brefs délais. Compte tenu de l'urgence de ce problème, l'éventualité d'une recrudescence de l'inflation après deux ou trois ans tend à être considérée comme un risque lointain et vague qu'on est fondé de courir. En tout état de cause, s'il suffit d'une dose additionnelle d'inflation pour obtenir une réduction supplémentaire du chômage, la solution ne s'impose-t-elle pas d'elle-même?

Malheureusement, il ne suffit pas qu'une politique poursuive des objectifs louables, encore faut-il qu'elle réussisse à les atteindre au bout d'un certain temps. L'expérience demeure une bonne école, et les gens sont en train de se rendre compte que la formule «une dose additionnelle d'inflation» ne constitue souvent qu'un premier pas. L'inflation se fait plus rapide une fois

qu'elle entre dans les prévisions. Elle devient partie intégrante des conventions collectives et des méthodes de détermination des prix. Avec le temps, il appert que ce qu'on reçoit en échange d'une légère réduction du taux de chômage - là encore seulement pour un certain temps -, ce n'est pas une «dose additionnelle d'inflation» mais bien une poussée inflationniste rapide et croissante dont on ne voit pas la fin.

On ne s'étonnera donc pas de constater que, au cours des ans, la plupart des pays ont pratiqué une politique de va-et-vient, alternant la lutte contre le chômage et la guerre contre l'inflation. Il est devenu évident que cette méthode n'a pas été couronnée de succès; bien plus, elle a créé des problèmes tenaces qui empêchent la réalisation et le maintien d'une bonne tenue de l'économie. Si nous, des pays industrialisés, voulons éviter de répéter les erreurs que nous avons commises dans le passé, nous devons absolument mettre un terme à ce va-et-vient, faire preuve de plus de constance, bref, donner autant d'importance à la réalisation de nos deux objectifs: niveau satisfaisant d'emploi et stabilité raisonnable des prix. Il est temps que chacun se rende compte qu'il s'agit là de deux aspects complémentaires, dont la réunion est essentielle à la stabilité et à la bonne marche de l'économie, non d'objectifs contradictoires dont l'un ne peut être atteint qu'aux dépens de l'autre. Quelles que soient les mesures que nous décidons de prendre pour lutter contre une récession, il faut que nous gardions à l'esprit l'objectif que nous voulons atteindre sur le plan de la tenue de nos coûts et de nos prix deux ou trois ans plus tard, lorsque l'économie aura retrouvé sa vitesse de croisière.

La conduite de la politique monétaire pourrait fort bien servir d'exemple pour illustrer ce que je viens de dire. Si je retiens ce sujet, ce n'est pas parce que cette dernière constitue l'unique facteur important, mais parce qu'elle se situe au cœur de mes attributions. Sur le plan de la politique monétaire, l'expérience a montré le danger des réactions excessives, que ce soit lorsque le chômage est au centre de nos préoccupations ou lorsque l'inflation est devenue à son tour le problème de l'heure. Ce danger découle en partie de ce que les derniers effets, sur l'emploi et sur les prix, des variations du rythme de l'expansion monétaire ne se font sentir qu'avec beaucoup de retard. Dans le passé, lorsque les banques centrales, dans l'espoir de hâter une relance économique, permettaient une forte expansion de la masse monétaire, elles n'avaient pas le sentiment qu'elles risquaient réellement de ranimer l'inflation. La raison en était que, dans des économies fonctionnant bien en-deçà de leur capacité de production, il fallait au moins un an ou deux de vigoureuse expansion économique avant de revenir à une conjoncture de plein emploi et de courir de nouveau un risque sérieux de surchauffe généralisée de l'économie. En l'occurrence, il semblait justifié de permettre pour un temps une expansion assez rapide de la masse monétaire, quitte à ralentir cette expansion une fois que l'économie se serait de nouveau rapprochée des limites de sa capacité.

En pratique, dès que la demande, la production et, pour finir, l'emploi commençaient à donner des signes de reprise vigoureuse, la vitesse même de cette reprise donnait naissance à des pressions sur les prix qui étaient bien supérieures à celles auxquelles on s'attendait. On avait tendance à

sous-estimer la capacité de la reprise à s'auto-alimenter et à ne pas accorder assez d'importance aux effets de renforcement mutuel des mesures de stimulation prises simultanément dans divers pays. Comme la reprise tend à précéder le retour des taux de chômage à des niveaux plus normaux, les banques centrales hésitaient très longuement avant d'opter pour un rythme d'expansion monétaire plus modéré.

Aussi, au moment où les banques centrales estimaient qu'il était temps d'agir, était-il en général trop tard pour empêcher l'expansion de la monnaie et du crédit de contribuer dans une certaine mesure à la surchauffe de l'économie. En outre, l'expansion économique avait déjà acquis une telle vigueur et avait déjà entraîné un si grand nombre d'agents économiques à s'exposer qu'une décélération marquée du rythme de la croissance monétaire était de nature à provoquer à brève échéance un retournement de la conjoncture économique. Il en résultait que chaque fois que la situation se reproduisait, les dirigeants des banques centrales se voyaient forcés, bien malgré eux, de faire fonctionner la planche à billets de plus en plus vite.

De nos jours, on admet de plus en plus, semble-t-il, que pour sortir de cette impasse, il faut ramener l'expansion monétaire à des taux modérés et la rendre plus régulière. Cette prise de conscience est peut-être plus manifeste dans certains grands pays industrialisés, notamment aux États-Unis et en Allemagne. On s'efforce d'y promouvoir un courant d'opinion favorable à l'institution de certaines «limites de vitesse» en ce qui concerne l'expansion

de la masse monétaire - autrement dit, à une réelle détermination à ne guère dépasser un rythme modéré de croissance monétaire, sauf en cas d'extrême nécessité. Bien qu'il soit encore trop tôt pour savoir dans quelle mesure ces pays réussiront à respecter une discipline monétaire plus rigide que par le passé, le simple fait que des efforts en ce sens aient été entrepris constitue en lui-même un motif d'encouragement. Il convient peut-être de signaler que dans notre pays également un certain nombre de personnes, parmi lesquelles ceux d'entre nous, à la Banque du Canada, qui nous occupons de l'élaboration et de la mise en œuvre de la politique monétaire, accordent de plus en plus d'importance à la nécessité de rendre l'expansion monétaire plus régulière d'une année à l'autre.

En ce qui concerne la conjoncture actuelle au Canada, il est vrai que, jusqu'à présent, la récession y a été moins prononcée et moins longue que dans beaucoup de pays étrangers. Par ailleurs, notre situation fondamentale en matière de coûts est bien plus inquiétante que celle de certains de nos principaux partenaires commerciaux, parmi lesquels les États-Unis. Il semble que nous ayons de bonnes chances de bénéficier bientôt d'une reprise économique, mais il semble également que nous devons nous attendre à enregistrer un déficit relativement important de notre balance des paiements et, pendant quelque temps encore, un chômage relativement élevé.

La conjoncture monétaire, qui se caractérise depuis l'été dernier par une aisance nettement plus grande, constitue un des divers facteurs œuvrant dans le sens d'une reprise de l'activité économique. Au cours du

premier trimestre de l'année 1975, le loyer de l'argent à court terme au Canada s'est établi à des niveaux bien inférieurs aux sommets atteints en août dernier. Les taux d'intérêt à long terme, qui sont fortement influencés par les perspectives d'évolution de l'inflation sur une longue période, ont accusé un fléchissement moins marqué mais tout de même appréciable.

Ces variations du loyer de l'argent sont allées de pair avec une poussée exceptionnelle, au premier trimestre, du taux de croissance des principaux moyens de paiement utilisés au Canada, la monnaie et les dépôts à vue. Cet agrégat, qui constitue une des définitions de la masse monétaire, est parfois sujet à de fortes et imprévisibles variations sur de très courtes périodes, un mois ou deux par exemple; il garde toutefois son utilité lorsqu'il s'agit d'établir des comparaisons sur des périodes de plusieurs trimestres. Au dernier semestre de 1974, par exemple, la croissance de la monnaie hors banques et des dépôts à vue est devenue inopinément négative pendant un mois ou deux. Par la suite, après la forte progression au premier trimestre de l'année en cours, la croissance de la masse monétaire a de nouveau ralenti. Sur une période d'environ un an, l'augmentation de la masse monétaire ne semble pas avoir été excessive, compte tenu des circonstances.

Ces dernières semaines, les taux d'intérêt sur les marchés monétaire, obligataire et hypothécaire ont été l'objet de certains remous de sorte que certains d'entre eux se situent actuellement à un niveau légèrement supérieur au minimum enregistré récemment. À cet égard, il convient de rappeler que la Banque du Canada ne peut s'engager à maintenir les taux d'intérêt à un

niveau donné si elle veut s'acquitter de sa responsabilité de maintenir la croissance de la masse monétaire dans des limites raisonnables.

Le rythme actuel de progression des coûts au Canada fait naître un épineux problème de politique monétaire. Si la banque centrale se contente d'alimenter intégralement, par le moyen d'une expansion monétaire adéquate, toute inflation qui s'incorpore à la structure des coûts, elle n'aidera en rien notre pays à rétablir et à conserver un niveau satisfaisant d'activité et d'emploi. Le rôle de la politique monétaire, dans les circonstances actuelles, est d'assurer que la croissance de la monnaie et du crédit est pleinement conforme aux exigences d'une reprise de l'activité économique accompagnée de taux d'inflation moins élevés que ceux que nous connaissons depuis un certain temps.

Dans ma causerie de ce soir, j'ai tenté de faire ressortir qu'une stabilité raisonnable des prix est une condition sine qua non de la bonne marche de l'économie. Nous ne pouvons pas espérer juguler l'inflation du jour au lendemain, mais je suis convaincu que nous pouvons en réduire progressivement le rythme, et la politique monétaire a certainement un rôle à jouer en la matière.

En dépit des problèmes urgents qui se posent à nous, nous pouvons, si nous le voulons vraiment, jeter les bases solides d'un avenir qui serait caractérisé par des niveaux d'emploi satisfaisants et par une stabilité raisonnable des prix. Si nous faisons preuve de modération et de patience, rien ne saurait nous empêcher d'y parvenir.