

NE PAS PUBLIER AVANT 13h30, HEURE NORMALE DE L'ATLANTIQUE

le 26 novembre 1975

**LIBRARY FILE COPY
EXEMPLAIRE DE LA BIBLIOTHÈQUE**

ALLOCUTION PRONONCÉE PAR
M. GERALD K. BOUEY,
GOUVERNEUR DE LA BANQUE DU CANADA,
AU SÉMINAIRE ORGANISÉ PAR
LE SAINT-JOHN BOARD OF TRADE
SAINT-JEAN (N.-B.), LE 26 NOVEMBRE 1975

Allocution prononcée par
M. Gerald K. Bouey,
Gouverneur de la Banque du Canada,
au Séminaire organisé par
le Saint-John Board of Trade
Saint-Jean (N.-B.), le 26 novembre 1975

Je me propose de vous parler aujourd'hui de la politique monétaire nationale, un sujet qui, j'en conviens, déborde largement le thème du présent séminaire, «les problèmes de financement de l'activité économique dans les provinces Atlantiques», encore qu'il existe entre l'un et l'autre certains liens évidents. J'ai consacré beaucoup d'attention à ces problèmes en tant que dirigeant de banque centrale et, jusqu'à tout récemment, à titre de Président de la Banque d'expansion industrielle. La Banque d'expansion industrielle, à mon avis, a apporté une contribution importante et fructueuse au financement des entreprises des provinces Atlantiques, les petites entreprises en particulier, et je suis convaincu que la Banque fédérale de développement qui a pris la relève, et à laquelle je suis intimement lié en qualité d'Administrateur, continuera de garantir à ce secteur une aide considérable. Le fait que votre ordre du jour comportait pour ce matin un débat sur l'incidence de la politique monétaire au niveau régional m'a renforcé dans mon intention de consacrer les quelques minutes qui me sont imparties à vous parler de la politique monétaire à l'échelon national.

Trouver une solution adéquate au problème économique crucial de notre époque, celui d'une inflation rapide conjuguée à un chômage élevé, est certainement l'une des tâches les plus difficiles qu'on puisse confier à la politique

économique. La politique monétaire à elle seule est incapable de résoudre le problème; mais il est également vrai que si celle-ci est orientée dans une mauvaise direction, elle peut, à elle seule, compromettre presque toutes les chances de succès des meilleures solutions. Il est donc indispensable que la politique monétaire soit bien conçue, et c'est pourquoi je veux tenter de vous exposer aussi clairement que possible les éléments qui, à mon sens, entrent dans une politique monétaire bien conçue.

Tout d'abord, je pense qu'il est maintenant clair pour chacun d'entre nous que nous ne pouvons pas nous payer le luxe de laisser l'inflation s'accroître davantage au Canada si nous voulons éviter de graves difficultés sociales et économiques. On ne saurait espérer de façon réaliste atteindre à une saine relance et à une croissance économique soutenue au Canada si nous ne parvenons pas à maîtriser l'inflation.

Naturellement, il ne nous est plus permis de penser que nous pourrions abaisser de façon appréciable - même à court terme - le niveau du chômage au Canada en nous contentant de prendre des mesures énergiques de renforcement de la demande. Dans les circonstances actuelles, toute politique qui viserait à stimuler davantage la demande risquerait de contribuer surtout à accroître les pressions inflationnistes au lieu de créer de nouveaux emplois.

Quelle stratégie doit adopter la politique monétaire pour contourner ces écueils? Naturellement, il se trouve encore des gens qui prétendent que, puisque nous traversons une période où l'économie est mal en point, le principal objectif de la politique monétaire devrait être à coup sûr de maintenir les taux

d'intérêt au plus bas niveau possible, du moins jusqu'à ce que l'économie ait pratiquement retrouvé son rythme de croisière. Selon les tenants de cette thèse, quand bien même un tel choix impliquerait qu'on doive laisser la croissance de la masse monétaire se poursuivre à un rythme accéléré pendant un certain temps, il n'y aurait pas là matière à s'alarmer ! Il serait toujours possible de la ralentir de nouveau par la suite.

Une telle stratégie a été adoptée dans le passé, au Canada et dans un certain nombre d'autres pays, mais l'inflation est beaucoup plus grave aujourd'hui, et les risques qu'on ferait courir à l'économie en s'écartant d'une politique de modération pour accroître la masse monétaire sont bien trop grands. De plus, l'expérience a prouvé que cette approche comporte de graves problèmes. Les délais de réponse sont longs dans ce domaine, et la prévision économique est loin d'être une science précise; de plus, il s'est révélé presque impossible de changer brusquement de cap lorsque l'on a pratiqué une politique monétaire vigoureusement expansionniste et de ralentir la croissance monétaire assez rapidement pour empêcher que l'opération dans son ensemble ne contribue à relancer l'inflation. Autrement dit, il n'est pas réaliste de prétendre à une révision continuelle de la politique monétaire; ce qui importe, c'est d'établir une plus grande régularité dans le rythme de l'expansion monétaire. Dans la conjoncture actuelle, je suis convaincu que la seule solution pratique consiste à essayer de maintenir une expansion monétaire modérée, suffisante pour favoriser la relance de l'activité économique ainsi qu'une diminution progressive du taux d'inflation.

Depuis un certain temps déjà, nous, de la Banque du Canada, pensons et affirmons qu'une politique monétaire de cette nature doit constituer dans le contexte canadien un élément essentiel de tout programme de lutte contre l'inflation. Je suis heureux de constater que cette opinion se retrouve dans le programme anti-inflationniste annoncé le mois dernier par le gouvernement. Je constate avec non moins de satisfaction que ce programme reconnaît la nécessité des restrictions fiscales et qu'il apporte une politique des prix et des revenus pour appuyer les politiques fiscale et monétaire. À la longue, les restrictions fiscales et monétaires pourraient à elles seules, pour peu qu'elles soient suffisamment énergiques, atténuer le rythme de l'inflation, mais dans l'intervalle les sacrifices consentis au niveau de la production et de l'emploi seraient très lourds. L'inflation est maintenant profondément enracinée au Canada, et il reste beaucoup à faire pour que diminuent les taux d'accroissement des prix et des coûts observés récemment. Si les restrictions en matière de prix et de revenus peuvent contribuer à faire baisser ces taux, malgré toutes les difficultés dont elles s'accompagnent, elles permettront à l'ensemble des Canadiens de jouir dans les prochaines années d'un niveau de vie de loin supérieur à celui qu'ils ont maintenant. Nous ne devrions pas oublier que si des restrictions directes de ce type n'avaient pas été adoptées, il ne nous serait resté qu'un seul recours pour maîtriser la hausse des prix et des revenus : laisser l'appareil de production tourner avec d'importantes marges de ressources inutilisées aussi longtemps qu'il serait nécessaire. Cette formule qualifiée parfois de "remède de bonne femme", combien de Canadiens l'accepteraient ?

Voilà pour les considérations d'ordre général. Examinons maintenant quelques-uns des aspects spécifiques de notre politique monétaire.

La plupart des critiques portant sur la politique de la Banque du Canada peuvent être classées en deux catégories. Les premières prétendent que notre point de vue sur la nécessité d'une expansion monétaire modérée et raisonnablement stable est trop vague et traduit peut-être un manque d'engagement de notre part. Pourquoi ne pas fixer comme objectif un taux précis d'expansion monétaire et assumer la responsabilité de l'atteindre? Les critiques du second groupe sont formulées par des gens qui, tout en jugeant fort à propos les efforts que nous déployons pour limiter l'accroissement de la masse monétaire, se montrent très mécontents de l'attitude que la Banque semble adopter vis-à-vis des taux d'intérêt.

Que devons-nous penser des premières critiques, c'est-à-dire de celles qui ont trait au manque de précision avec laquelle la Banque du Canada formule ses objectifs en matière de croissance monétaire et tente de les réaliser?

Pour commencer, je disais que la Banque du Canada a au contraire donné au public des informations relativement claires sur les buts qu'elle poursuit en matière d'expansion monétaire. À diverses reprises, j'ai expliqué que la Banque du Canada considérait de plus en plus le taux de croissance du M 1 - ensemble de la monnaie et des dépôts à vue, les deux principaux moyens de paiement au Canada - comme l'un des indicateurs les plus fiables pour juger de la vigueur de la politique monétaire. J'ai également rappelé aux gens que la masse monétaire ainsi définie s'était accrue à un taux fondamental d'environ 15% par an durant une période de deux ans prenant fin au second trimestre de 1973. Ce taux a été abaissé à environ 10% par année pour la période de deux ans qui s'est terminée avec le second trimestre de 1975. Vu qu'on ne saurait raisonnablement

s'attendre à une diminution rapide de l'inflation des coûts et des prix au Canada, j'ai avancé l'idée qu'il ne paraissait pas encore approprié d'avoir un taux fondamental de croissance monétaire de moins de 10% l'an, mais que par contre un taux fondamental de 15% serait trop élevé.

En ce qui concerne les perspectives d'évolution au cours des quelque 12 prochains mois, j'ai évoqué la nécessité d'abaisser graduellement le taux fondamental d'expansion monétaire, conformément à l'objectif global de réduction progressive du taux d'inflation. Pour que l'objectif final - le retour à une stabilité totale des prix, c'est-à-dire un taux d'inflation zéro - soit atteint, il faudra finalement que le taux moyen d'expansion de la masse monétaire ne dépasse pas le taux moyen de croissance sur longue période de la production canadienne de biens et de services, soit environ 5% l'an.

La raison pour laquelle on ne doit pas chercher dès maintenant à réduire à 5% le taux d'expansion monétaire est qu'un taux fondamental très élevé d'inflation s'est enraciné dans notre économie. Ainsi, une réduction subite du rythme d'accroissement de la masse monétaire, et par ricochet, des dépenses, aiderait peu à atténuer à court terme la tendance à la hausse des coûts et des prix, alors qu'elle ferait baisser l'activité économique et l'emploi. La seule solution praticable consiste donc à réduire graduellement le rythme de l'expansion monétaire.

De l'avis de nos censeurs, le remède n'est pas désagréable au goût; hélas, il ne soulage malheureusement pas assez.

Pourquoi la Banque se montre-t-elle réticente à s'engager publiquement à poursuivre des objectifs de croissance monétaire plus précis que ceux que je viens de mentionner?

Ce n'est pas que nous ignorions que l'assentiment du public à des objectifs clairement définis puisse faciliter grandement la tâche d'une banque centrale. Il serait plus facile pour une banque centrale, dont les objectifs en matière d'expansion monétaire seraient largement approuvés par le public, de ne pas démordre et d'éviter de se laisser dépasser par toutes sortes de problèmes qu'elle n'a pas créés : établissement des taux d'intérêt et des taux de change à des niveaux que personne n'apprécie lorsque par exemple les gouvernements s'endettent démesurément; escalade des prix lorsque les accords salariaux exercent une pression à la hausse sur les coûts. Je ne suis pas du tout fâché de constater que le public reconnaît la nécessité d'une discipline monétaire ferme et pousse les banques centrales à aller aussi loin qu'elles osent dans la détermination des objectifs, et on a même vu certains pays dévoiler leurs objectifs. Aux États-Unis, la Federal Reserve a publié un éventail assez large d'objectifs, mais elle a fait remarquer que dans la mise en œuvre de la politique monétaire, il fallait tenir compte également de beaucoup d'autres indicateurs.

À mon avis, la raison principale pour laquelle les responsables des banques centrales se montrent peu enclins à s'engager à poursuivre des objectifs monétaires plus précis réside dans le fait que l'état actuel des connaissances dans ce domaine les oblige à se poser de sérieuses questions sur le degré de confiance qu'il convient d'accorder à n'importe lequel des indicateurs disponibles quand il s'agit d'obtenir une appréciation adéquate de l'incidence des mesures adoptées. Tant que nous n'aurons pas acquis une plus vaste expérience des problèmes que pose la poursuite d'objectifs précis de croissance monétaire, nous nous croirons

tenus de ne considérer ces objectifs que comme provisoires et toujours sujets à être révisés à la lumière de développements qui n'auraient pas été prévus.

Ce problème se trouve encore compliqué du fait qu'il n'est pas facile de faire comprendre au public que la préoccupation majeure des banques centrales va à l'évolution tendancielle de la masse monétaire sur des périodes relativement longues et qu'on peut se faire une idée juste de la tendance fondamentale de cet agrégat seulement si on sait bien comment il s'est comporté dans le passé, et dans des situations différentes. Le comportement de tout agrégat monétaire - et en particulier l'ensemble de la monnaie et des dépôts à vue du public - est sujet à de larges et imprévisibles fluctuations sur de brèves périodes. Il n'est ni possible, ni même souhaitable, que la Banque du Canada parvienne à prévenir ces fluctuations en recourant aux pouvoirs techniques dont elle dispose, car ces fluctuations jouent un rôle utile du fait qu'elles favorisent quotidiennement des ajustements au sein d'un milieu dynamique. Ce mois-ci, par exemple, l'interruption du service postal et les flux monétaires occasionnés par la vente des Obligations d'épargne du Canada sont les deux éléments de courte durée qui provoquent d'énormes fluctuations des dépôts à vue. La Banque du Canada évite de réagir trop systématiquement aux perturbations temporaires, car si elle réagissait de façon énergique à la moindre poussée ou au moindre arrêt momentané de la croissance de la monnaie, ses interventions provoqueraient nécessairement des variations des taux d'intérêt plus importantes et plus fréquentes que ne le dicterait la poursuite d'objectifs économiques valables. La Banque est convaincue au contraire qu'elle doit se contenter d'exercer une influence régulatrice générale sur la tendance fondamentale

de l'expansion monétaire, non pas d'une semaine à l'autre, ni même, selon les circonstances, d'un trimestre à l'autre, mais certainement sur des périodes suffisamment longues pour que l'évolution tendancielle de la masse monétaire puisse influencer de façon significative le comportement de l'économie. Toutefois, la fluidité de la masse monétaire dans le court terme semble inévitablement masquer aux yeux du public les intentions de la banque centrale, de même qu'elles provoquent sur le marché une activité non souhaitée, fondée sur de fausses interprétations.

Voilà tout ce que j'ai à dire pour le moment au sujet des objectifs dans le domaine de l'expansion monétaire. J'aimerais maintenant dire quelques mots des taux d'intérêt.

D'aucuns se plaisent apparemment à croire que si les taux d'intérêt sont aussi élevés à l'heure actuelle au Canada, c'est parce que la Banque a adopté une politique monétaire qu'ils qualifient de restrictive. Ils pensent également que la banque centrale fait intentionnellement monter tant qu'elle peut le loyer de l'argent, car elle est convaincue, à tort, qu'une telle mesure est anti-inflationniste. Ces spécialistes découvrent avec surprise que les dirigeants des banques centrales ne sont apparemment pas assez intelligents pour comprendre qu'une augmentation du loyer de l'argent fait accroître les coûts et, par voie de conséquence, alimente l'inflation.

On ne peut répondre aux personnes qui professent de telles opinions sans leur poser d'abord la question suivante : Qu'entendez-vous par des taux d'intérêt "élevés" ? "Élevés" par rapport à quoi ?

Les gens qui essaient d'épargner un peu d'argent ne trouvent pas quant à eux que les taux d'intérêt qui leur sont versés sont à ce point élevés. Celui qui touche 10 dollars d'intérêt pour chaque tranche de 100 dollars qu'il parvient à épargner se retrouvera dans un an avec 110 dollars à son compte; mais si dans un an chacun de ses dollars ne lui permet plus d'acheter que ce qu'il se procure avec 90 cents aujourd'hui, ses 110 dollars ne vaudront plus alors que 99 dollars en termes de pouvoir d'achat. Autrement dit, même avec un taux d'intérêt de 10%, au rythme où va l'inflation à l'heure actuelle, il n'est pas certain que le taux de rendement des fonds épargnés soit positif.

En revanche, l'inflation produit un effet diamétralement opposé pour ceux qui empruntent, car aussi longtemps qu'elle dure, les débiteurs peuvent payer leurs dettes avec des dollars qui valent beaucoup moins que ceux qu'ils ont initialement empruntés. Parmi ceux qui ont eu recours à l'emprunt au cours des dernières années, il n'en est pas qui n'ait fait une très bonne affaire, en termes de coût réel de l'argent.

Naturellement, bien que les taux d'intérêt pratiqués à l'heure actuelle soient bas en termes réels, ils sont élevés en termes nominaux. Ils sont beaucoup plus élevés qu'il y a dix ans, et ce, dans tous les pays. Pourquoi? Cela ne tient pas de ce que les banques centrales aient tenu trop fermement les rênes de la croissance monétaire au cours des dix dernières années. La raison pour laquelle les taux d'intérêt sont beaucoup plus élevés aujourd'hui qu'il y a 10 ans est la même que celle que l'on trouve à l'origine de l'écart entre les prix d'aujourd'hui et ceux d'il y a 10 ans; c'est que, de par le monde, on a laissé le niveau de la dépense et la quantité

de monnaie s'accroître à un rythme beaucoup trop rapide. Disons, pour nous résumer, que c'est le fait de créer trop d'argent et non pas d'en créer trop peu qui fait monter les taux d'intérêt. Ou encore, pour dire les choses en inversant la situation, ce n'est que si nous parvenons à réduire le rythme de la croissance monétaire au cours des prochaines années que nous pourrons ramener les taux d'intérêt à des niveaux notablement plus bas que ceux que nous connaissons aujourd'hui.

L'accélération du rythme de l'expansion monétaire peut à court terme aider à maintenir les taux d'intérêt à un bas niveau - à condition que son incidence sur les anticipations inflationnistes ne soit pas trop forte - mais à long terme elle tend à faire augmenter ces taux encore davantage. À mesure que l'inflation s'aggrave, les taux d'intérêt atteignent de nouveaux sommets, à la fois parce que les bailleurs de fonds veulent compenser les pertes résultant de l'inflation et parce que les agents économiques, conscients de ce que l'inflation réduit les frais financiers représentés par les intérêts, continuent volontiers d'emprunter à ces taux.

L'influence que la Banque du Canada exerce sur les taux d'intérêt du marché par le biais de ses opérations journalières est liée au fait qu'elle est en mesure de réduire le montant des liquidités qu'elle met à la disposition du système bancaire pour favoriser l'expansion du crédit. De la sorte, si l'expansion de la masse monétaire semble trop rapide, les mesures que prendra la Banque du Canada pour la ralentir entraîneront inévitablement une augmentation au moins

temporaire des taux d'intérêt à court terme. Par contre, si la croissance de la masse monétaire semble trop lente, les mesures qu'adoptera la Banque pour la stimuler provoqueront nécessairement une baisse, au moins temporaire, de ces taux.

La principale considération à souligner dans cet ordre d'idées est qu'il est impossible d'éviter des variations temporaires des taux d'intérêt à court terme lorsque des mesures sont prises pour stabiliser la croissance de la masse monétaire. Mais tous les taux d'intérêt ne s'orienteront pas nécessairement à la hausse, de même que leurs variations ne seront pas obligatoirement de très longue durée, et je puis vous assurer que la Banque du Canada ne voit pas d'un très bon œil une augmentation des taux d'intérêt, pas plus d'ailleurs qu'elle n'apprécie une hausse des prix. De fait, l'objectif global d'un contrôle monétaire est de contribuer à garantir que la hausse des taux d'intérêt et des prix cesse pour de bon.

Les mesures prises par la Banque du Canada vers la fin de l'été pour atténuer la poussée rapide de la masse monétaire a donné lieu, du moins jusqu'à maintenant, à une avance assez spectaculaire des taux d'intérêt à court terme. Les États-Unis et un certain nombre de pays d'outre-mer ont par contre enregistré ces derniers temps une baisse du loyer de l'argent. Ce phénomène n'a rien de paradoxal, car la situation de ces pays est bien différente de la nôtre. En effet, la récession est beaucoup moins violente ici qu'ailleurs, tandis que l'augmentation des prix et des coûts est beaucoup moins prononcée dans un grand nombre de pays qu'au Canada. Cela est particulièrement vrai dans le cas des États-Unis.

De fait, l'inflation est devenue au Canada un produit du terroir, et c'est au Canada même que nous devons trouver le moyen de la maîtriser, si nous voulons vraiment y parvenir. Étant donné notre point de départ et le chemin que nous avons à parcourir, nous pouvons affirmer que la tâche ne sera pas facile. S'ils veulent que se réalise l'objectif d'une atténuation régulière de l'inflation combinée à une relance raisonnable de l'activité économique, les Canadiens vont devoir faire preuve de beaucoup de modération, de patience et d'esprit de coopération. Je suis toutefois convaincu que nous sommes sur la bonne voie et qu'il est de notre devoir d'aller de l'avant.