

NE PAS PUBLIER AVANT 15 HEURES, HEURE AVANCÉE DE L'EST

22 septembre 1975

ALLOCUTION PRONONCÉE PAR
M. GERALD K. BOUEY,
GOUVERNEUR DE LA BANQUE DU CANADA,
À LA 46^e ASSEMBLÉE ANNUELLE DE
LA CHAMBRE DE COMMERCE DU CANADA
SASKATOON, 22 SEPTEMBRE 1975

ALLOCUTION PRONONCÉE PAR
M. GERALD K. BOUEY,
GOUVERNEUR DE LA BANQUE DU CANADA,
À LA 46^e ASSEMBLÉE ANNUELLE DE
LA CHAMBRE DE COMMERCE DU CANADA
SASKATOON, 22 SEPTEMBRE 1975

Lorsque votre Président m'a demandé, au début de l'année, de me rendre à Saskatoon pour prendre la parole à un déjeuner-causerie dans le cadre de la présente assemblée annuelle, c'est avec grand plaisir que j'ai accepté son aimable invitation. Celle-ci me donne un motif de retourner dans ma province natale - ce qui m'est toujours très agréable - ainsi qu'une chance d'entendre l'opinion de nombreux membres de la Chambre sur nos problèmes économiques, tout en m'offrant une excellente occasion de vous exposer mon point de vue sur les questions qui, en raison de mes fonctions, m'intéressent particulièrement.

* * * * *

Au début de ce mois, la Banque du Canada annonçait un relèvement de 3/4% de son taux d'escompte, qu'elle portait ainsi de 8 1/4% à 9%. Antérieurement à l'annonce de cette mesure, les taux d'intérêt s'étaient inscrits en hausse pendant plusieurs semaines tant sur le marché de l'argent à court terme que sur le marché obligataire. À la suite de cet ajustement du taux d'escompte, les banques à charte et un certain nombre d'institutions financières annoncèrent elles aussi une augmentation des taux d'intérêt débiteurs applicables à leurs prêts ordinaires et à leurs prêts hypothécaires, ainsi que des taux créditeurs versés sur les sommes placées chez elles sous forme de dépôts d'épargne et de dépôts à terme. De même, les taux d'intérêt du marché enregistrèrent de nouveau une certaine hausse.

Cette augmentation récente du loyer de l'argent, et en particulier le rôle joué par la Banque du Canada en la matière, a bien entendu suscité de nombreux commentaires. J'aimerais profiter de l'occasion qui m'est offerte ici pour examiner avec vous les raisons pour lesquelles nous avons décidé de relever le taux d'escompte. Cette décision se fonde sur deux considérations fondamentales.

La première de ces considérations est qu'il faut, au nom de l'intérêt public, arrêter et renverser la tendance à l'aggravation du processus inflationniste au Canada. Cette question a été pas mal débattue il y a quelques années, à une époque où le taux d'augmentation des prix était relativement faible. Toutefois, maintenant que nous enregistrons un taux d'inflation «à deux chiffres», il y a peu de gens à mettre cette considération sérieusement en doute, et il y en a encore bien moins parmi ceux qui ont observé l'évolution dans les pays où la hausse des prix s'est accélérée jusqu'à atteindre des taux de l'ordre de 25% l'an. Néanmoins, je suis d'avis que beaucoup de personnes en sont encore à s'illusionner à ce sujet et ne se rendent pas suffisamment compte de la gravité du problème. En d'autres termes, cette première considération est que la protection de la valeur de la monnaie est primordiale pour assurer le bien-être économique et social au Canada.

La seconde considération est que, quelles que soient les autres mesures qu'il convient de prendre pour maîtriser l'inflation, il est absolument indispensable de maintenir le rythme de l'expansion monétaire dans des limites raisonnables. Tout programme qui ne tiendrait pas compte de cette exigence serait voué à l'échec. Il n'existe aucune formule qui

permette de sauvegarder la valeur de la monnaie quand on en crée à l'excès. Dans notre pays, il appartient à la Banque du Canada de maintenir le rythme de création de la monnaie dans des limites raisonnables. Je n'ai pas l'intention de m'écarter du sujet pour vous décrire les techniques utilisées pour y arriver, mais je tiens à vous assurer que la Banque du Canada, encore que son contrôle sur les variations à court terme manque de précision, dispose de moyens généralement suffisants pour s'acquitter de cette responsabilité.

Je tiens à souligner qu'il est impossible d'exercer un contrôle sur la masse monétaire si la banque centrale n'est pas disposée à permettre aux taux d'intérêt de varier. Je sais que cette notion est peut-être difficile à saisir, mais elle est d'une importance capitale pour qui veut comprendre pourquoi les taux d'intérêt viennent d'augmenter au Canada. La Banque du Canada est tout simplement dans l'impossibilité de contrôler le rythme de l'expansion monétaire si elle doit s'efforcer en même temps de maintenir les taux d'intérêt à un niveau donné. La raison de cet état de choses est que la Banque du Canada ne peut influencer sur la demande de monnaie. Celle-ci dépend de la conjoncture économique et de la façon dont les gens voient l'avenir. Si la demande de monnaie se raffermi, la banque centrale n'a qu'une seule alternative : permettre la montée des taux d'intérêt ou empêcher ce phénomène en agissant de manière à laisser la masse monétaire s'accroître davantage qu'elle ne l'aurait fait dans d'autres circonstances.

Cette considération me ramène à la situation récente. Au cours des derniers mois, la demande de monnaie et de crédit est devenue plus forte au Canada, la demande actuelle et la demande prévue de crédit – notamment par

les secteurs publics, qui ont de gros besoins - menaçant d'excéder les fonds que les épargnants semblaient disposés à prêter ou à placer aux taux d'intérêt en vigueur. Parallèlement, la croissance de la masse monétaire s'accélérait jusqu'à atteindre un rythme annuel supérieur à 20%, rythme qui, s'il n'était pas contenu, finirait par provoquer une accélération de l'inflation dans notre pays. Dans ces circonstances, la banque centrale, à moins de faillir à ses responsabilités, n'avait pas d'autre choix que de laisser les taux d'intérêt du marché s'ajuster à la hausse sous la pression de la demande de crédit, et de modifier son propre taux d'escompte en conséquence. Voici, en résumé, les raisons pour lesquelles la Banque du Canada a décidé d'agir comme elle l'a fait il y a trois semaines.

Je me rends compte qu'il est difficile pour beaucoup de gens de comprendre pourquoi il faut considérer une hausse des taux d'intérêt comme une mesure anti-inflationniste, étant donné qu'un renchérissement du crédit a pour effet immédiat un accroissement des coûts d'exploitation et qu'un relèvement des taux hypothécaires augmente automatiquement le coût du logement. Il est incontestable que ces conséquences s'ensuivent immédiatement, mais il s'agit là seulement d'un des aspects de la question, et non du plus important. Ce qu'il faut retenir avant tout, c'est que laisser l'expansion monétaire prendre des proportions excessives en période d'accélération de la demande de crédit finit inéluctablement par renforcer l'inflation. L'expérience vécue au Canada et à l'étranger confirme cette assertion sans laisser l'ombre d'un doute. En effet, les longues périodes d'expansion monétaire très rapide ont toujours été suivies par une hausse marquée des coûts et des prix.

Je puis vous assurer qu'en prenant la décision de relever le taux d'escompte, nous avons bien à l'esprit à la Banque du Canada tous les traits marquants de la conjoncture qui étaient de nature à nous dissuader de provoquer à ce moment une augmentation quelconque des taux d'intérêt, et que nous n'étions guère disposés à les négliger. Mais nous devions opposer ces considérations aux conséquences qu'aurait entraînées l'autre solution qui s'offrait à nous, celle de ne tenter aucun effort sérieux en vue de contrôler le rythme de croissance de la monnaie. Dans une certaine mesure, il s'agissait d'opposer des répercussions immédiates à des répercussions à long terme, mais ce n'était pas là notre unique problème. Un des puissants moteurs de la poussée inflationniste qui fait rage au Canada est l'idée très répandue que l'inflation est appelée à continuer et même à s'accélérer. Dans cette fièvre inflationniste, qu'advierait-il si les gens voyaient la banque centrale se désintéresser de la situation?

Avant d'aborder un autre aspect de la situation, je ferai une dernière et brève remarque sur le récent relèvement de notre taux d'escompte; cette remarque porte sur le choix du moment précis où fut annoncée la mesure. Tout d'abord, les marchés financiers parurent surpris du choix du moment, mais je pense qu'ils voient clairement maintenant les raisons qui l'avaient motivé. Le gouvernement canadien préparait une grosse émission de titres négociables et sa nouvelle campagne de vente d'Obligations d'épargne du Canada. Puisque nous étions convaincus à la Banque du Canada qu'une modification de notre taux d'escompte ne pouvait être longtemps retardée, il semblait préférable que les nouveaux emprunts fussent lancés après l'annonce de la mesure plutôt

qu'avant. La date de publication du communiqué annonçant le relèvement du taux d'escompte, soit le 2 septembre, ne pouvait pratiquement pas être reculée si nous voulions donner aux marchés financiers un délai suffisant pour réagir.

J'aimerais passer maintenant à quelques autres caractéristiques de la conjoncture présente dont nous avons tenu compte dans la conduite de la politique monétaire.

Bien sûr, tout le monde sait que le Canada, comme d'autres pays industrialisés, a subi une récession. Jusqu'ici, la réduction du rythme de l'activité économique a été moins forte et de moindre durée chez nous que chez la plupart de nos partenaires commerciaux; néanmoins, la plupart de nos entreprises industrielles fonctionnent actuellement bien en-deçà de leur capacité de production. Tant au Canada qu'aux États-Unis (peut-être pas encore autant dans nombre de pays d'outre-mer), il y a de plus en plus d'indices que le creux de la récession serait passé et que la production a entamé une remontée.

Le chômage s'est aggravé au Canada. Au cours des derniers mois, on a recensé approximativement deux pour cent de plus de sans-emploi qu'au moment où le boom en était à son sommet en 1974. En outre, le passé nous enseigne que le chômage n'accuse de diminution sensible que plusieurs mois après une reprise générale de l'activité économique. On notera que le taux de chômage au Canada est actuellement d'au moins un pour cent inférieur au taux enregistré aux États-Unis et que notre régime d'allocations de chômage est un des plus généreux au monde; le chômage n'en demeure pas moins tout à fait indésirable. Le maintien d'un niveau élevé d'emploi est le seul objectif que nous puissions accepter au Canada. La question se résume à trouver le meilleur

moyen d'y parvenir. Les problèmes de récession et de chômage que l'on trouve ici et à l'étranger résultent, dans une très large mesure, directement des outrances de la récente flambée inflationniste dans le monde. Nous ne pouvons espérer apporter une solution durable à ces problèmes si nous déclenchons une nouvelle poussée inflationniste au moyen d'une expansion monétaire excessive.

Le secteur de la construction de logements au Canada continue également d'être perturbé par une série de problèmes épineux, dont un grand nombre résultent des distorsions produites par le violent climat inflationniste de 1973-1974. La très forte demande de maisons et d'appartements qui s'est manifestée au cours de cette période a considérablement fait accroître le coût de la construction résidentielle et le prix des habitations existantes. Les loyers augmentent constamment, mais pas au même rythme que le coût des logements de rapport neufs. Aussi la construction de logements à loyer a-t-elle perdu tout attrait sur le plan économique, du moins pour le moment, et est-elle presque arrêtée, sauf dans le cadre de programmes subventionnés. Néanmoins, le nombre des logements mis en chantier au cours des derniers mois s'établit à un chiffre annuel de plus de 200,000 unités. La demande de crédit hypothécaire tend à dépasser la masse de dépôts à terme que les épargnants sont disposés à placer par l'entremise des institutions financières, même si ces dépôts sont assortis de taux d'intérêt relativement élevés. Mais le point principal que je désire soulever au sujet du logement est qu'un grand nombre de nos problèmes découlent des distorsions apportées ces derniers temps par l'inflation aux relations existant habituellement entre les coûts, les prix et les loyers. Ce n'est pas en laissant l'inflation se poursuivre au rythme actuel ou à un rythme encore plus élevé qu'on remédiera à cette situation.

Il y a un autre trait de la situation économique actuelle, au sujet duquel je n'ai pas encore dit grand chose, à savoir la très forte et persistante tendance à la hausse des coûts et des prix. Certains facteurs spéciaux ont joué, il est vrai, dans des domaines comme celui des prix des produits énergétiques et des produits alimentaires; cependant, même en tenant compte de ces facteurs, il appert que le rythme de la hausse est beaucoup trop rapide. La vague inflationniste actuelle n'a pas été déclenchée par une accélération marquée des salaires et traitements. Bien au contraire, ce fut le boom de courte durée, mais très fort - plus fort ici qu'aux États-Unis vu que les matières premières occupent une place plus grande dans l'économie de notre pays - qui donna lieu aux revendications en vue d'une augmentation des revenus du travail. Mais le boom a pris fin depuis quelque temps, et les nouvelles conventions salariales accordent toujours des augmentations d'une ampleur perturbatrice. Ces augmentations sont en moyenne depuis plusieurs trimestres de l'ordre de 18% par an, taux qui dépasse de loin celui qui pourrait aller de pair avec une diminution de notre taux d'inflation. Il semble que les employeurs répercutent sur les consommateurs la plus grande partie de ces augmentations en haussant fortement les prix de leurs produits et que tous les intéressés partent de l'hypothèse qu'ils seront toujours en mesure d'agir ainsi.

Si on réfléchit à cette situation en tenant compte de l'ampleur du chômage et des marges de capacité inutilisées, on ne peut s'empêcher de se poser des questions. Dans notre système économique, le facteur déterminant du niveau des prix a été et demeure le prix que les acheteurs sont disposés à payer. Il va de soi qu'un accroissement de la productivité ne peut guère absorber

l'accroissement des salaires et des traitements, l'augmentation moyenne à long terme de la production par travailleur étant seulement de 2 1/2% par an. En fait, dans de nombreux cas, les agents économiques concernés, qu'ils appartiennent au secteur public ou au secteur privé, semblent encourir des frais qui laissent présager une accélération de l'inflation. Quelle sera l'issue de cette situation? Est-ce qu'on s'attend à ce que les politiques fiscale et monétaire soient assez expansionnistes pour s'ajuster à l'escalade des coûts et des prix? Est-ce qu'on s'attend à ce que la banque centrale crée assez d'argent pour financer l'inflation, quel qu'en soit le taux?

Il est évident que les solutions de cette nature sont absolument incompatibles avec la possibilité d'une belle tenue de notre économie pour l'avenir. Je ne veux pas cautionner ces idées en affichant un air de sérénité à un moment où l'expansion monétaire a tendance à prendre des proportions exagérées. Permettez-moi donc de vous parler un peu plus longuement du rythme de l'expansion monétaire au Canada.

Au cours de la période de deux ans qui s'est terminée avec le deuxième trimestre de 1973 et qui a été dans le monde entier une période d'expansion monétaire exceptionnellement rapide, la monnaie et les dépôts à vue du public - principaux moyens de paiement au Canada - se sont accrus à un taux moyen de 15% ou plus par an. À titre de comparaison, mentionnons qu'un rythme annuel de 5% au plus aurait été suffisant, en régime de stabilité des prix, pour permettre à la production canadienne de biens et de services de maintenir son rythme de croissance à long terme.

La Banque est, il va de soi, bien consciente du fait que ces dernières années une inflation durable s'est incorporée à la structure de notre économie et que cette dernière a atteint maintenant un rythme trop rapide pour qu'on puisse l'éliminer sans délai en réduisant brusquement le taux d'expansion monétaire à un chiffre voisin de ces 5%. À court terme, une telle mesure perturberait beaucoup trop l'activité économique, de sorte que tout progrès dans la modération du taux de l'expansion monétaire au Canada doit être réalisé progressivement.

Un certain progrès en ce sens a néanmoins été effectué. Les deux années suivantes, soit jusqu'au deuxième trimestre de 1975, le rythme moyen de croissance de la monnaie et des dépôts à vue au Canada s'est établi à quelque 10% par an. Depuis, il est vrai, le rythme de croissance de la masse monétaire a de nouveau fait un bond qui l'a ramené à un taux exceptionnellement élevé mais, ainsi que je l'ai déjà expliqué, nous avons maintenant pris les mesures que nous estimons susceptibles de faire ralentir ce taux excessivement élevé.

Ceux d'entre vous qui, comme moi, suivent depuis longtemps l'évolution économique et financière de près doivent tout comme moi être frappés de constater que les aspects cycliques de la conjoncture actuelle donnent une impression de «déjà vu». Nous avons connu précédemment des situations semblables. Et pour toutes sortes de raisons à court terme très plausibles d'ailleurs, nous finissons généralement par transformer une bonne reprise économique en un boom inflationniste. Cette fois-ci, il me semble que nous ferions bien d'étudier attentivement nos erreurs passées et de déterminer tout aussi attentivement les objectifs que nous cherchons à atteindre d'ici à deux ou trois ans - ainsi que les moyens que nous nous proposons d'utiliser pour y arriver.

La dernière fois que notre pays est passé de la récession à la relance économique tout en continuant de faire face à un persistant problème de renchérissement rapide de la main-d'œuvre, c'était en 1970, il y a seulement cinq ans. À cette époque, la sagesse traditionnelle en matière économique conseillait d'adopter une politique visant à relever légèrement le niveau de l'emploi au prix d'une légère accentuation de l'inflation. Nous savons ce qui s'est passé depuis. Trois ans plus tard, nous nous retrouvions aux prises, à l'échelle mondiale, avec le boom inflationniste le plus virulent jamais enregistré en temps de paix. Ce boom n'avait duré qu'un peu plus d'une année que déjà, dans un pays après l'autre, et avant même le déclenchement de la crise pétrolière, des signes d'une récession toujours plus envahissante se faisaient sentir. Et nous voici retournés à notre point de départ, avec un taux de chômage plus élevé, avec un taux tendantiel plus élevé d'inflation des coûts et des prix et avec des taux d'intérêt plus élevés.

Depuis plus de vingt ans, presque tous les pays du monde occidental se sont beaucoup plus évertués à assurer une croissance rapide de leur économie et un taux élevé d'emploi qu'à préserver la valeur de leur monnaie. Cette attitude a donné de bons résultats pendant assez longtemps, mais elle a cessé de le faire. La perte de confiance en la valeur de la monnaie qui s'en est suivie a atteint un degré tel, presque partout dans le monde, qu'elle compromet gravement le fonctionnement efficace des institutions économiques, sociales et politiques que nous connaissons à l'heure actuelle. Nous n'avons maintenant d'autre choix que de contenir l'inflation et les anticipations inflationnistes, si nous voulons entretenir un espoir réaliste d'atteindre à une croissance économique soutenue.

Vous avez certainement pu constater que je ne vous propose pas ici un programme détaillé des mesures qui peuvent ou doivent être prises pour apporter une solution constructive aux divers problèmes économiques du Canada. Ma fonction première consiste à essayer d'orienter la politique monétaire dans la bonne voie, et je vous ai exposé mon point de vue à ce sujet. La Banque du Canada, soyez-en persuadés, permettra qu'il y ait un rythme d'expansion monétaire suffisant, selon toute norme raisonnable, pour satisfaire les exigences d'une bonne reprise économique assortie d'une certaine atténuation de l'inflation. Vous pouvez également être convaincus que nous nous méfierons des taux d'expansion monétaire susceptibles de renforcer les tendances inflationnistes. Je n'ignore pas que la politique monétaire doit être bien orientée et que bien d'autres choses doivent aller bien pour que le système économique fonctionne comme il faut. J'aime à croire que les Canadiens sauront apprécier correctement la gravité de nos problèmes économiques et faire preuve de la bonne volonté nécessaire pour participer à leur solution.