

NE PAS PUBLIER AVANT 13h30, HEURE AVANCÉE DE L'ATLANTIQUE  
LE 23 JUIN 1976

LIBRARY FILE COPY  
EXEMPLAIRE DE LA BIBLIOTHÈQUE

---

ALLOCUTION PRONONCÉE PAR  
M. GERALD K. BOUEY,  
GOUVERNEUR DE LA BANQUE DU CANADA,  
À LA CHAMBRE DE COMMERCE DE FREDERICTON  
FREDERICTON (NOUVEAU-BRUNSWICK), LE 23 JUIN 1976

---

---

Allocution prononcée par  
M. Gerald K. Bouey,  
Gouverneur de la Banque du Canada,  
à la Chambre de Commerce de Fredericton,  
Fredericton (Nouveau-Brunswick), le 23 juin 1976

---

Permettez-moi, Monsieur le Président, de commencer par vous dire combien je vous sais gré de m'avoir invité à prendre la parole à la Chambre de Commerce de Fredericton en ce jour où le Conseil d'administration de la Banque du Canada se réunit dans votre ville.

Les réunions de notre Conseil d'administration ont généralement lieu à Ottawa, au Siège de la Banque, mais nous tenons à organiser périodiquement des réunions dans d'autres villes du pays. Les Administrateurs viennent de toutes les régions du pays : deux de l'Ontario, deux du Québec et un de chacune des huit autres provinces. Font également partie du Conseil le Sous-ministre des Finances, le Premier sous-gouverneur, et moi-même en qualité de Président. La tenue par le Conseil de réunions dans des villes autres qu'Ottawa donne aux Administrateurs de la Banque l'occasion de s'informer sur place de l'évolution des conditions économiques dans les diverses régions du Canada. Je ne voudrais cependant pas vous laisser l'impression que, là-bas à Ottawa, nous ignorons totalement ce qui se passe au Nouveau-Brunswick. En plus de nos autres sources de renseignements, nous avons en la personne de M. John Burchill, qui réside dans votre province, un membre du Conseil d'administration qui veille lors de nos réunions à ce que nous soyons bien

informés à ce sujet. Nous lui sommes obligés de nous avoir invités à nous réunir à Fredericton et d'avoir grandement contribué à préparer notre séjour chez vous. Nous sommes ravis de nous trouver ici et espérons avoir l'occasion de nous entretenir avec nombre d'entre vous. Nous pourrions ainsi repartir avec une meilleure compréhension de votre situation et de vos problèmes, dont beaucoup donnent incontestablement matière à vive préoccupation.

En même temps, je tiens à préciser que les opérations de la Banque du Canada, qui visent essentiellement à contrôler le rythme de l'expansion monétaire dans l'ensemble du pays, ont nécessairement une incidence nationale. La meilleure façon pour nous de servir votre province, comme toutes les autres régions du pays, consiste à veiller à ce que l'activité économique s'y déroule dans le cadre d'une économie nationale forte et prospère.

Aujourd'hui, je voudrais vous parler de la nature des problèmes devant lesquels notre économie se trouve placée, et du type de politique dont le Canada a besoin, à la fois pour assurer la poursuite de la reprise en cours et pour poser les fondements solides d'une croissance ininterrompue. Mes commentaires porteront avant tout sur la politique monétaire, qui est la sphère de compétence de la Banque du Canada.

Faisons, pour commencer, un rappel des principales caractéristiques de la situation économique enregistrée au Canada l'été dernier. Les prix continuaient de monter à des taux sensiblement supérieurs à 10% l'an. Bien que l'accroissement moyen de la production réelle par travailleur soit généralement

de l'ordre de 2% l'an, les taux de rémunération montaient en moyenne de plus de 15% l'an, et nombre d'accords salariaux prévoyaient des majorations encore bien plus élevées. Un écart dépassant largement les 4 milliards de dollars, en chiffres annuels, était apparu entre le montant de nos achats à l'étranger de biens et de services et le chiffre des recettes d'exportation qui devaient servir à les payer. Le taux de chômage atteignait dans notre pays quelque 7% de la population active, même si le ralentissement de l'activité économique, dont le Canada commençait à peine à se relever, avait été beaucoup moins prononcé chez nous qu'aux États-Unis et que dans nombre d'autres pays d'outre-mer. Parallèlement, le Canada entrait dans la période de reprise conjoncturelle talonné par une poussée inflationniste persistante sensiblement plus forte que celle qui sévissait chez ses principaux partenaires commerciaux.

Plusieurs causes de préoccupation incitaient les Canadiens à se demander comment remédier à ces difficultés.

Une de ces causes était que la politique appliquée traditionnellement en période de récession pour ramener l'économie à des niveaux normaux de production et d'emploi avait peu de chances de donner des résultats satisfaisants dans la situation où nous nous trouvions l'été dernier. Lors des récessions précédentes, l'inflation rapide n'étant encore qu'un phénomène mal connu, le Canada et d'autres pays avaient en général augmenté considérablement leurs dépenses sans accroître dans une même proportion leurs recettes fiscales,

voire en réduisant les impôts; entre temps, les banques centrales accroissaient la masse monétaire de façon à empêcher la progression ainsi provoquée des besoins de financement de l'État d'entraîner une hausse des taux d'intérêt. À la lumière de l'expérience, il nous semble maintenant évident que le recours exagéré à ces politiques fortement expansionnistes appliquées un peu partout dans le monde afin d'obtenir pour le court terme des résultats rapides a été une des principales causes de la tendance à l'aggravation à long terme de l'inflation. L'inflation ayant atteint un taux à deux chiffres l'an dernier, toute solution de ce genre était devenue encore bien plus périlleuse que jamais.

Une politique semblable aurait certainement augmenté les dépenses globales des Canadiens, et il est certain qu'une partie de cette dépense additionnelle aurait favorisé, au moins provisoirement, un accroissement de la production et de l'emploi au Canada. Il y avait danger, toutefois, qu'une bonne partie de l'augmentation des dépenses ne provoquât simplement une hausse encore plus forte des coûts et des prix au Canada, ainsi qu'un accroissement encore plus marqué des importations. D'autant plus qu'à cette époque les Canadiens en étaient généralement arrivés à craindre une continuation ou même une accélération de l'inflation rapide qui sévissait au pays, et s'évertuaient à se protéger autant que possible de l'incidence de l'inflation en accroissant considérablement leurs propres prix ainsi que leurs revenus nominaux.

Autre sujet de préoccupation: si les coûts et les prix continuaient d'augmenter au Canada à un rythme aussi élevé ou plus élevé que celui qui était enregistré depuis un certain temps, la situation de l'industrie canadienne deviendrait de plus en plus mauvaise quant à sa capacité de concurrencer les fournisseurs étrangers, tant au Canada que sur les marchés d'exportation. Ce n'était pas la première fois dans notre histoire qu'une évolution inflationniste plus rapide au Canada qu'aux États-Unis exposait notre pays à ce danger-là, mais dans le passé nous n'avions jamais laissé une telle situation persister longtemps. C'est d'ailleurs la principale raison pour laquelle le cours du dollar canadien est resté aussi proche de la parité avec le dollar américain pendant tant d'années.

Il est évidemment possible, au moins en théorie, de compenser l'effet d'un taux d'inflation persistante plus élevé au Canada qu'aux États-Unis par une modification graduelle du cours du dollar canadien, mais ce serait une erreur grossière de supposer qu'un ajustement de ce genre se ferait sans heurt. Il suffit d'observer ce qui se passe dans d'autres pays pour constater à quel point les variations des taux de change peuvent perturber les relations entre des pays affectés par une inflation aux caractéristiques sensiblement différentes. D'un point de vue strictement commercial, il est beaucoup plus logique pour un pays donné de viser à ce que les prix et les coûts suivent à l'intérieur de ses frontières une évolution au moins aussi bonne, sinon meilleure, que celle des pays avec lesquels il commerce. Il est intéressant

et à mon avis instructif, après avoir observé les fluctuations enregistrées par le cours d'un grand nombre de monnaies ces dernières années, de constater que les pays qui ont le plus de succès sur le plan du commerce extérieur sont ceux-là mêmes qui ont le mieux tenu tête à l'inflation.

Le motif de loin le plus important que nous avons de nous inquiéter de l'avenir était, cependant, que cette poussée particulière d'inflation était tout simplement le dernier et le plus pénible d'une série d'épisodes dont chacun s'était révélé plus néfaste que le précédent. Seulement deux ou trois ans plus tôt, bien peu de Canadiens auraient cru qu'il pourrait leur arriver de vivre en 1975, en plein cœur d'une récession mondiale, un taux d'inflation à deux chiffres. Si nous avons continué d'appliquer des politiques semblables à celles qui ont permis le type d'épisodes que nous avons connus dans le passé, qu'est-ce qui pourrait empêcher l'inflation d'atteindre, mettons, un rythme annuel de 20 à 25% l'an au prochain épisode? De fait, étant donné la mesure dans laquelle la confiance en la valeur future de la monnaie avait déjà été ébranlée au Canada ces dernières années, comment pouvait-on espérer rendre une santé et une vigueur durables à l'économie de marché que nous avons ici, sans prouver de façon convaincante qu'il était non seulement possible mais encore absolument certain qu'on allait maîtriser l'inflation au Canada, et ce pour de bon.

Tels étaient, à mon avis, les principaux sujets d'inquiétude quant à l'évolution prévue de l'économie canadienne il y a un an, peu avant la mise en œuvre du programme de lutte contre l'inflation.

Ce programme aura bientôt un an, et bien qu'il soit encore trop tôt pour prévoir dans quelle mesure il sera couronné de succès, je crois qu'il a toujours de bonnes chances de ralentir très considérablement la hausse des prix au cours des douze à vingt-quatre prochains mois. Des progrès encourageants ont déjà été réalisés. Il est certainement à tout le moins permis de dire que le programme a déjà considérablement contribué à apaiser les plus extrêmes manifestations de la psychologie inflationniste qui s'est installée au Canada il n'y a pas si longtemps. Parallèlement, l'économie a continué de croître, peut-être à un rythme moins rapide que celui des précédentes périodes de reprise, mais on ne pouvait guère espérer mieux dans les circonstances actuelles.

Comme vous le savez, le programme de lutte contre l'inflation s'appuie avant tout sur la politique fiscale des gouvernements fédéral et provinciaux ainsi que sur la politique monétaire pour modérer la progression de la dépense des secteurs public et privé, tout en complétant ces politiques par un mécanisme d'intervention directe dans les décisions en matière de prix et de revenus. Je n'ai pas l'intention d'analyser aujourd'hui en détail les autres éléments importants de ce programme global, mais j'aimerais me pencher quelque peu sur le rôle de la politique monétaire.

Peut-être conviendrait-il de commencer par vous rappeler que la Banque du Canada a surtout pour tâche de régulariser le rythme de croissance dans le temps de la quantité de monnaie dans notre pays. Une économie en



expansion a besoin d'un stock croissant de monnaie, mais si on laisse la quantité de monnaie dont dispose le public s'accroître trop rapidement, la valeur de celle-ci est tôt ou tard appelée à fléchir. La valeur d'une monnaie indique simplement la quantité de biens et de services que cette monnaie permet d'acquérir - c'est-à-dire qu'elle évolue en sens inverse du mouvement des prix. Ainsi, quand les prix augmentent, la valeur de la monnaie diminue. Aussi le contrôle de la quantité de monnaie est-il un élément clef du contrôle de l'inflation.

La Banque du Canada est déterminée à s'efforcer de donner à la croissance de la masse monétaire un rythme plus modéré et plus régulier que par le passé. Le fondement de la politique de la Banque a été de permettre à la masse monétaire de croître à un rythme compatible avec une continuation de l'expansion économique, pour autant que celle-ci s'accompagne d'une certaine atténuation de l'inflation. Pour des raisons que j'ai exposées ailleurs, l'agrégat monétaire dont la Banque du Canada tend à considérer la croissance comme la plus utile à étudier aux fins de contrôle est l'ensemble de la monnaie et des dépôts bancaires à vue - les deux principales formes de monnaie utilisées directement comme moyens de paiement au Canada.

L'automne dernier, j'ai énoncé en public les limites générales à l'intérieur desquelles nous tentions de maintenir le taux de croissance de la masse monétaire au cours de la période commençant au second trimestre de la même année. À cette occasion j'avais fait remarquer que, à notre avis,

il n'était alors pas opportun de viser à réduire le taux tendanciel d'expansion monétaire à moins de 10% l'an, mais que par contre un taux d'expansion de 15% l'an serait bien trop élevé. Il semble maintenant que le taux de croissance de la masse monétaire sur la période de douze mois qui se terminera avec le second trimestre de 1976 sera de près de 10%, soit à la limite inférieure de la fourchette mentionnée l'automne dernier. Je considère ce résultat comme satisfaisant, compte tenu du comportement récent de l'économie et de la nécessité de travailler à la réalisation des objectifs du programme de lutte contre l'inflation.

D'aucuns ne sont guère impressionnés par le fait que depuis quelque temps le taux fondamental de croissance de la monnaie et des dépôts à vue au Canada ait été maintenu à environ 10% l'an. Ils font remarquer que le taux de croissance de la monnaie et des dépôts à vue a été aux États-Unis ces derniers temps deux fois moins élevé, soit de près de 5% l'an. Il convient cependant de faire remarquer que si l'on veut établir une comparaison précise du taux de croissance des principales formes de monnaie utilisées dans les deux pays pour le règlement des transactions, il faut ajouter aux données canadiennes les statistiques relatives aux comptes d'épargne assortis du droit de tirage par chèque et productifs d'intérêt, car cette forme de monnaie est largement utilisée au Canada comme moyen de paiement, alors qu'elle l'est très peu aux États-Unis. Si l'on tient compte de cet élément dans les données canadiennes, le taux de croissance de la masse monétaire n'est plus de 10%, mais bien de 7%. L'évolution financière au Canada et

aux États-Unis présente d'autres divergences, et je ne pense pas, à en juger par les données récentes sur l'économie des États-Unis, que le taux d'expansion monétaire enregistré l'an dernier au Canada ait été trop élevé.

Je serais le dernier, naturellement, à nier que le taux de croissance de la masse monétaire au Canada, suivant l'une ou l'autre des définitions retenues, soit encore trop élevé pour être compatible avec une stabilisation du niveau des prix et avec une continuation de la croissance économique réelle à son taux tendanciel de croissance à long terme, qui est d'environ 5% l'an. Malheureusement, l'impression assez généralisée que la rapide poussée inflationniste n'était pas près de prendre fin influe encore sur nombre d'arrangements et de contrats en cours d'exécution; ainsi, l'inflation peut être réduite graduellement sur un certain nombre d'années, mais il n'existe tout simplement aucun moyen de l'enrayer brutalement sans perturber considérablement l'activité économique et l'emploi au Canada.

Le Livre blanc dans lequel le gouvernement exposait en octobre dernier les grandes lignes du programme anti-inflationniste contenait implicitement un calendrier théorique des étapes du ralentissement de l'inflation au Canada. Ce Livre blanc prévoyait que le rythme d'accroissement des prix au Canada serait réduit d'environ 2% par an pendant les trois prochaines années. Ainsi, notre taux d'inflation serait ramené à environ 6% l'an prochain, pour s'établir aux alentours de 4% en 1978.

La possibilité de réduire le taux d'inflation au Canada conformément à cet échéancier général n'est ni un rêve utopique, ni un objectif exagérément ambitieux. Au contraire, cet objectif constitue en quelque sorte un minimum qui peut et qui doit être atteint si nous voulons que notre économie récupère une vigueur et une prospérité un tant soit peu durables, et aussi longtemps que nous n'y serons pas parvenus, la réduction du taux d'inflation devra rester, à mon avis, notre préoccupation première. Un programme visant à maîtriser l'inflation sur une période de trois ans exige nécessairement de tous une bonne dose de patience. Si notre tentative de tenir tête efficacement à l'inflation se soldait par un constat de faillite, les conséquences en seraient des plus lourdes, tant en ce qui concerne le climat de confiance que les anticipations inflationnistes. L'enjeu de la lutte dans laquelle nous sommes présentement engagés est beaucoup trop important pour que nous nous permettions le luxe d'un échec. Nous sommes sur la bonne voie et nous devons persévérer avec toute la patience et avec toute la détermination dont nous sommes capables, jusqu'à ce que nous atteignons le but que nous nous sommes fixé.

Puisque les Canadiens connaissent dans les grandes lignes les objectifs et le calendrier du programme de lutte contre l'inflation, quel est donc le type de politique monétaire qu'ils doivent s'attendre à voir appliquer dans le proche avenir?

Pour commencer, nous avons l'intention de continuer à ralentir graduellement le rythme de l'expansion monétaire, car il s'agit là d'une mesure indispensable au succès de tout le programme de lutte contre l'inflation. Comme je l'ai déjà fait remarquer, la croissance de la masse monétaire, considérée comme l'ensemble de la monnaie et des dépôts à vue, a été maintenue au cours de l'année dernière à un taux voisin de 10%. Si l'on se tourne vers l'avenir, on voit clairement que les limites assignées à l'expansion monétaire il y a plusieurs mois sont en passe de ne plus convenir et devraient avant longtemps être quelque peu abaissées. Un abaissement de ces limites ne devrait pas nécessairement être considéré comme l'indice d'une nouvelle orientation de la politique monétaire. Une modification de ce genre ne se justifierait et ne serait apportée qu'après que le taux tendanciel d'expansion monétaire se serait établi en dehors de la nouvelle fourchette.

Le deuxième point que je désire aborder a trait aux conséquences sur le loyer de l'argent du ralentissement graduel de l'expansion monétaire que nous sommes déterminés à voir se produire au Canada. Je désire tout particulièrement m'inscrire en faux contre l'idée qu'une réduction progressive de l'expansion monétaire doit nécessairement se traduire par une hausse progressive des taux d'intérêt. Il n'en est rien. Il est vrai que tant que le rythme de l'inflation ne ralentit pas suffisamment, la Banque du Canada ne peut intervenir pour modérer une expansion monétaire exagérément rapide si elle n'est pas disposée à accepter une majoration temporaire des taux d'intérêt

à court terme. Nous avons dû prendre des décisions difficiles dans des cas semblables et agirons de même si nous nous trouvons de nouveau dans la nécessité de le faire. Mais une baisse du taux d'inflation au Canada se traduira par un ralentissement de la croissance du revenu national exprimé en termes nominaux et de la quantité d'argent nécessaire à la bonne marche des affaires. Il se peut donc fort bien qu'un recul de l'inflation permette une réduction graduelle de la croissance de la masse monétaire sans nécessiter de hausse considérable des taux d'intérêt par rapport à leur niveau actuel. De fait, si les gens étaient de plus en plus convaincus que l'inflation était en voie d'être jugulée, et jugulée pour de bon, les taux d'intérêt devraient au bout d'un certain temps commencer à baisser, surtout les taux à long terme qui, de toute évidence, comportent actuellement une considérable prime d'assurance contre l'inflation. Je ne fais absolument aucune prévision sur l'évolution du loyer de l'argent au cours des prochains mois, mais je crois fermement que, à longue échéance, une réduction du taux d'inflation, un ralentissement de la croissance de la masse monétaire et un fléchissement des taux d'intérêt constituent des objectifs compatibles.

J'aimerais dire quelques mots, en troisième lieu, à ceux qui redoutent que nos efforts pour modérer la croissance tendancielle de la masse monétaire ne mettent en péril la reprise économique actuellement en cours dans notre pays.

À ce propos, je tiens à vous rappeler que la Banque du Canada n'a aucunement l'intention de freiner la croissance de la masse monétaire subitement ou radicalement. Avec le temps, notre économie peut s'adapter sans heurt à une diminution progressive du taux de croissance monétaire grâce à un ralentissement graduel du taux d'inflation. Nous pouvons nous attendre à ce que le ralentissement de l'inflation aille de pair avec une amélioration continue de l'activité économique qui sera d'ailleurs vivement favorisée par l'essor économique que connaissent actuellement presque tous les pays industrialisés. Mais je puis vous assurer que, si le taux d'expansion monétaire devait se mettre à fléchir d'une façon si brutale ou si rapide que notre économie ne pourrait, selon nous, s'y adapter sans danger, la Banque du Canada apporterait sans tarder les mesures correctives qui conviennent.

J'ai commencé ma causerie d'aujourd'hui en disant qu'il était nécessaire de mener des politiques économiques qui permettraient d'asseoir l'essor économique à venir sur une base solide, puis j'ai ajouté que cette stratégie exigerait beaucoup de temps et de patience. Il est évidemment très difficile de résister à la tentation de chercher des solutions rapides à nos problèmes, même si un tel choix risque de nous occasionner plus tard de graves difficultés. Mais s'il est une leçon à tirer de notre expérience récente, ainsi que de celle d'autres pays, c'est sans nul doute qu'il faut absolument aborder les questions de politique dans une perspective à long terme, et que nous ne devons pas perdre de vue nos objectifs lointains, mais

bien savoir où nous voulons mener notre économie dans les années qui viennent. Je trouve un motif de réconfort dans divers indices qui me donnent à penser que nous sommes en train de tirer de l'expérience actuelle les leçons qui s'imposent.