
NE PAS PUBLIER AVANT 12h30, HEURE NORMALE DU PACIFIQUE
LE 8 NOVEMBRE 1978

ALLOCUTION PRONONCÉE
PAR GERALD K. BOUEY
GOUVERNEUR DE LA BANQUE DU CANADA
À UNE RÉUNION
DU MEN'S CANADIAN CLUB DE VANCOUVER
LE 8 NOVEMBRE 1978

LIBRARY FILE COPY
EXEMPLAIRE DE LA BIBLIOTHÈQUE

Allocution prononcée
par Gerald K. Bouey
Gouverneur de la Banque du Canada
à une réunion
du Men's Canadian Club de Vancouver
le 8 novembre 1978

J'aimerais vous parler aujourd'hui de la politique monétaire canadienne et des mesures qu'a prises récemment la Banque du Canada en réponse à l'évolution du marché des changes. Dans un premier temps, je voudrais vous exposer la manière dont je perçois nos principaux problèmes économiques et tracer les grandes lignes de la politique monétaire que nous suivons en vue de faciliter le règlement de ces problèmes. Je voudrais aborder ensuite un aspect particulier de ces difficultés, en l'occurrence les récentes fluctuations du dollar canadien, et en profiter pour faire le point sur les opérations que la Banque a effectuées à cet égard ces derniers temps.

Les difficultés avec lesquelles l'économie canadienne est aux prises depuis quelque temps tirent leur origine du problème de l'inflation et en particulier de la forte poussée inflationniste qui a secoué notre pays au cours de la présente décennie. L'inflation a culminé en 1975, année où le taux d'accroissement des prix et des salaires a été non seulement très élevé en termes absolus, mais a dépassé de beaucoup les taux comparables enregistrés aux Etats-Unis, notre principal partenaire commercial.

Nous souffrons encore des séquelles de cette poussée inflationniste et des flambées antérieures. Au nombre de ces séquelles, il convient de citer les anticipations inflationnistes qui persistent en dépit de la faiblesse actuelle

de notre économie, le taux élevé de l'épargne des particuliers et le bas niveau des investissements. A cela s'ajoutent la grave détérioration de notre compétitivité sur les marchés internationaux, l'important déficit de la balance des paiements courants et une chute des entrées nettes de capitaux étrangers destinés au financement des investissements directs. C'est à ces deux dernières séquelles qu'il faut rattacher la baisse considérable du cours du dollar canadien. Je me propose de revenir à cette question et de m'y attarder quelque peu.

C'est ainsi que nous nous sommes trouvés au Canada dans la nécessité de juguler une inflation rapide et de réparer les torts déjà causés à l'économie. Nous avons voulu résoudre ces problèmes d'une manière qui permettrait aussi à la croissance économique de se poursuivre à un rythme modéré, ce qui devait être, dans le meilleur des cas, un processus lent et pénible. Les efforts que nous avons déployés pour parvenir à ces fins se sont heurtés récemment à deux obstacles majeurs : le vif renchérissement des produits alimentaires qui s'est manifesté au cours des deux dernières années et l'incidence directe que la baisse du cours de notre monnaie a eue sur les prix intérieurs. Nous avons néanmoins fait de nets progrès dans la lutte contre l'inflation; sauf au chapitre des prix des produits alimentaires, on observe un ralentissement graduel et continu des taux d'augmentation des prix et des salaires, lesquels ont cessé dans l'ensemble d'être plus élevés que les taux américains correspondants. Aussi les plus récentes augmentations des prix à la consommation (alimentation exclue), celles de l'indice de déflation de

la D. N. B. , celles des prix de vente dans l'industrie, des revenus moyens et des salaires régis par les nouvelles conventions collectives sont-elles, par rapport à l'an dernier, du même ordre de grandeur ou moins fortes que les hausses enregistrées aux Etats-Unis.

La politique monétaire a joué un rôle important dans le ralentissement de l'inflation au Canada. Depuis plus de trois ans, la Banque suit une politique formulée en termes de taux d'expansion monétaire, qui sont réduits graduellement et connus du public. En annonçant ses objectifs, la Banque indique la limite supérieure et la limite inférieure de la fourchette à l'intérieur de laquelle elle désire maintenir le taux d'accroissement de la masse monétaire. La première fourchette, fixée en 1975, s'établissait entre 10% et un peu moins de 15% l'an. La croissance de la masse monétaire et l'inflation ayant ralenti depuis qu'elle a adopté cette politique, la Banque a effectué trois baisses successives des limites de la fourchette visée, qui s'établissent maintenant à 6% et à 10% l'an. La Banque a indiqué clairement à maintes reprises qu'elle devrait procéder dans les années à venir à d'autres réductions graduelles de ses objectifs en matière d'expansion monétaire pour que la politique monétaire qu'elle suit demeure compatible avec son objectif à long terme, qui consiste à assurer une baisse graduelle et continue du taux d'inflation au Canada.

En déterminant ces taux-cibles, la Banque du Canada s'efforce de maintenir, dans le proche avenir, l'augmentation de la masse monétaire dans des limites susceptibles de favoriser une croissance raisonnable de l'économie, à

la condition que le taux d'inflation continue de baisser. Le fait que nous avons réussi à atteindre nos objectifs pendant trois années consécutives constitue, j'ose croire, une preuve évidente de l'importance que nous leur accordons. Si, à la fin de la période de décontrôle, l'inflation ne diminue pas ou, pis encore, si les salaires et les prix connaissent une nouvelle flambée, la Banque ne laissera pas pour autant l'expansion monétaire dépasser la limite maximum de la fourchette-cible. Dans une telle éventualité, les taux d'intérêt devraient être assez élevés pour empêcher une expansion monétaire exagérée, ce qui pourrait entraîner un ralentissement de la croissance économique jusqu'à ce que l'inflation diminue de nouveau. Il s'agit là d'un risque qui ne peut être évité, à moins que le rôle de la politique monétaire ne consiste qu'à cautionner les taux d'inflation, si élevés soient-ils. Si les salaires et les prix suivent une évolution raisonnable, il est évident que la croissance économique ne devrait pas ralentir. De fait, si nous ne laissons pas une nouvelle poussée inflationniste réduire à néant les avantages que nous procure la baisse du cours de notre dollar, l'amélioration de notre position concurrentielle apportera un regain de vigueur à l'activité économique dans notre pays.

Le point essentiel que je veux faire ressortir ici, c'est que l'utilisation des objectifs monétaires pour éviter une trop forte expansion monétaire impose à notre économie une discipline financière qui, je l'espère, sera observée par les principaux secteurs de l'économie : les entreprises, les travailleurs et les gouvernements. Cette discipline financière n'est pas une fin en soi,

mais plutôt un moyen pour arriver à d'autres fins qui revêtent une grande importance pour la société, à savoir un niveau d'emploi qui demeure élevé et un niveau de vie qui s'améliore sans cesse. Aucune société libre n'a encore trouvé le moyen d'atteindre de pareils objectifs sans s'imposer des habitudes de discipline dans la gestion de ses finances.

Depuis que la Banque a commencé à rendre publics ses objectifs en matière de croissance de la masse monétaire, les ajustements des taux d'intérêt qu'elle a provoqués ont généralement eu pour but principal de maintenir l'expansion monétaire à un rythme approprié. Ces derniers mois cependant, elle a dû accorder, dans ses mesures relatives aux taux d'intérêt, une attention spéciale à la situation particulièrement désordonnée qui prévalait sur le marché des changes. Je consacrerai le plus clair du temps qui me reste à vous parler de ce sujet.

L'importante baisse que le dollar canadien a enregistrée récemment constitue l'une des conséquences de la situation économique générale du pays. A l'instar de nos problèmes économiques internes, les difficultés que nous éprouvons au niveau des paiements internationaux découlent dans une large mesure du fait que nous n'avons pas su contrôler adéquatement l'évolution de nos coûts de production, et nous devons maintenant financer un déficit considérable de la balance des paiements courants. Le taux d'inflation ayant été pendant plusieurs années beaucoup plus élevé au Canada qu'aux Etats-Unis, il s'est produit un écart considérable entre les coûts et les prix pratiqués aux

Etats-Unis d'une part et au Canada d'autre part. Cet écart était particulièrement visible au niveau des coûts en main-d'œuvre, qui représentent une part si importante de nos coûts de production. Finalement, il atteignit des proportions telles qu'il ne pouvait être comblé dans un laps de temps raisonnable par un renversement graduel de la tendance de nos coûts et il devint évident qu'un important ajustement à la baisse du taux de change du dollar canadien devrait se produire tôt ou tard.

L'ajustement qui s'est fait de novembre 1976 au début de 1978 a été raisonnablement ordonné et n'a pas causé d'inquiétude particulière. Au début de cette année, il me semblait que la situation fondamentale de la balance des paiements était meilleure qu'elle n'avait été depuis quelque temps. Un important ajustement à la baisse du dollar canadien s'était produit de façon aussi harmonieuse qu'on pouvait l'espérer et avait eu pour effet d'améliorer de beaucoup notre position concurrentielle. Nos coûts de production avaient cessé d'augmenter beaucoup plus rapidement que ceux de notre principal partenaire commercial, le taux d'accroissement des salaires nominaux ayant diminué pour se rapprocher du taux enregistré aux Etats-Unis. Le rythme d'augmentation des dépenses gouvernementales avait considérablement ralenti et nous étions parvenus à maîtriser la progression de la masse monétaire. L'excédent de la balance commerciale s'accroissait et les perspectives d'une diminution du déficit global des paiements courants semblaient assez bonnes. Même si une hausse des taux d'intérêt aux Etats-Unis combinée à une baisse des taux canadiens avaient réduit l'attrait des emprunts à l'étranger et que le rythme des emprunts

contractés à l'étranger par les provinces, les municipalités et les sociétés avait parfois ralenti, il semblait que les entrées nettes de capitaux provenant de ces opérations allaient presque suffire à financer le déficit de la balance courante.

Vous connaissez bien l'essentiel de l'évolution qu'a connue le taux de change au cours des quelque huit derniers mois. Le cours du dollar canadien, qui avait été d'environ 90 cents E. -U. au début de cette période, est tombé momentanément en-dessous de 84 cents E. -U. au début d'octobre, mais il s'est quelque peu redressé par la suite.

Parmi les facteurs qui ont contribué à cette baisse du taux de change, j'en retiendrai seulement trois. Le premier est que les taux d'intérêt américains ont augmenté assez rapidement tout au cours de cette période et qu'on s'attendait à ce qu'ils continuent d'augmenter. L'augmentation des taux d'intérêt aux Etats-Unis s'explique par le fait que le niveau de l'activité économique y était élevé, et la croissance rapide. Dans cette conjoncture, les taux d'intérêt devaient nécessairement augmenter pour que ce pays échappe aux problèmes d'une grave accélération de l'inflation des prix. Mais la situation économique était un peu différente au Canada, vu que la marge des ressources inutilisées y était plus grande. Cette différence est à l'origine des doutes qui se sont manifestés sur le marché des changes, où l'on se demandait si les taux d'intérêt augmenteraient aussi rapidement au Canada qu'aux Etats-Unis; dans la négative, les entrées nettes de capitaux nécessaires pour financer le déficit des paiements courants seraient insuffisantes, de sorte que la baisse du taux de change s'accentuerait.

Le deuxième facteur est que certaines statistiques de la balance commerciale ont été décevantes pendant trois mois consécutifs, soit les mois de juin, juillet et août. Ces données étaient tellement faibles par rapport à la tendance affichée auparavant qu'il était difficile de croire qu'elles reflétaient vraiment la réalité. La publication des chiffres beaucoup plus encourageants du mois de septembre a prouvé que les doutes inspirés par les données des trois mois précédents étaient fondés. Toutefois, les statistiques de cette période ont sans aucun doute fortement influé sur l'opinion que le marché s'est faite de l'évolution probable du taux de change et ont considérablement renforcé les pressions à la baisse que le dollar a subies pendant la période allant de la fin de juillet à la forte remontée d'il y a environ deux semaines.

Le troisième facteur est que la baisse continue du dollar canadien semble s'être nourrie d'elle-même - c'est-à-dire qu'elle semble avoir créé des anticipations (ou des craintes) de nouvelles baisses. Ce phénomène s'est manifesté de façon particulièrement évidente après que le dollar canadien fut tombé en deçà de la barre des 90 cents E. -U. Il s'est alors propagé un sentiment pessimiste, qui tendait à passer sous silence les éléments positifs de la situation et à en souligner les aspects négatifs.

Vous connaissez également les principales caractéristiques des politiques qui ont été mises en œuvre pour modérer la tendance du taux de change à enregistrer des variations trop rapides et trop marquées. Le gouvernement canadien a lancé des emprunts à l'étranger afin de financer les interventions

sur le marché, et la Banque du Canada a pris des mesures destinées à hausser les taux d'intérêt et à empêcher ainsi ces derniers de trop s'approcher des taux américains.

Le programme d'emprunts en monnaies étrangères mis sur pied par le gouvernement canadien visait à donner l'assurance que les entrées de capitaux seraient maintenues à un niveau suffisant pour financer le déficit de la balance courante. Ce type de financement résulte généralement d'emprunts à l'étranger par des agents économiques canadiens autres que le gouvernement, mais étant donné les circonstances, ce dernier décida d'aller chercher lui-même sur les marchés étrangers une partie des capitaux nécessaires et prit diverses mesures pour montrer, sans l'ombre d'un doute, qu'il pouvait se les procurer.

Au sujet des taux d'intérêt, la Banque du Canada reconnaissait qu'il était nécessaire de maintenir un écart raisonnable entre les taux d'intérêt canadiens et américains, les taux canadiens devant être naturellement plus élevés. Cette obligation provenait de ce que les échanges de biens et de services du Canada avec l'étranger se soldaient par un déficit considérable, qui devait être financé par des entrées de capitaux. Elle se trouvait renforcée du fait que, aux époques où la tendance à se départir d'avoirs à court terme en dollars canadiens est forte en raison des inquiétudes inspirées par l'évolution du taux de change, il est insensé de l'encourager en laissant les taux d'intérêt à court terme canadiens s'établir à un niveau plus bas que celui des taux d'intérêt américains correspondants. C'est exactement ce

qui serait arrivé si les taux d'intérêt au Canada étaient demeurés stationnaires tandis que ceux des Etats-Unis continuaient d'augmenter. Bien que nous ayons dû tenir compte de ce qui se passait chez nos voisins du sud, nous n'avons pas relevé trop vigoureusement les taux d'intérêt au Canada en raison de nos préoccupations au sujet de la conjoncture économique interne. C'est d'ailleurs pour cette raison que nous n'avons augmenté le taux d'escompte que d'un demi-point de pourcentage à la fois, sauf à la mi-octobre, où l'augmentation a été de trois quarts de point. Si le dollar canadien n'a pas réagi immédiatement et avec vigueur à ces relèvements, à mon avis, c'est surtout parce que ces mesures ont été prises à une époque où les taux d'intérêt augmentaient tout aussi rapidement aux Etats-Unis et en général à des moments où l'on s'attendait à ce qu'ils augmentent encore davantage dans ce pays.

Dans une telle conjoncture, la Banque du Canada ne saurait ne pas tenir compte des incidences inflationnistes d'une baisse très rapide du taux de change du dollar canadien. Dès que le cours d'une monnaie commence à diminuer rapidement, il y a un danger réel que le phénomène s'alimente de lui-même et prenne des proportions démesurées en raison des craintes exagérées qui se manifestent. Si le taux de change baisse beaucoup plus que les conditions sous-jacentes ne le justifient, il arrivera sans aucun doute un moment où la situation tendra à se renverser; cependant, en jetant un coup d'œil de par le monde, on se rend compte qu'il est difficile de nos jours de s'assurer que ce renversement de la tendance se produira avant que

l'inflation ait causé bien des dégâts qui auraient pu être évités. Telle a été la cause de l'inquiétude que la Banque du Canada a éprouvée au sujet de l'évolution récente du marché des changes et la principale raison pour laquelle la Banque a pris les mesures que l'on connaît pour atténuer la baisse du cours de notre monnaie.

Il y a au Canada un risque véritable de recrudescence des pressions inflationnistes. Au cours des deux dernières années, le cours du dollar canadien a fait l'objet d'un important ajustement à la baisse qui a considérablement favorisé nos industries d'exportation ainsi que les entreprises dont les produits doivent concurrencer les produits importés, mais cet ajustement a du même coup fait augmenter le prix de nombreux produits achetés par les Canadiens. C'est ainsi que la baisse du dollar canadien a grandement contribué à renforcer cette année le vif renchérissement des produits alimentaires provoqué par d'autres facteurs. De plus, les produits alimentaires n'ont nullement été les seuls biens de consommation à subir l'effet de la baisse du taux de change. Aussi le désir de compenser la récente hausse des prix à la consommation par des augmentations salariales est-il en train de marquer fortement le processus des négociations collectives au moment même où la Commission de la lutte contre l'inflation met progressivement fin à ses travaux.

Il est devenu évident depuis longtemps qu'un ajustement important du taux de change pourrait permettre au Canada de retrouver une compétitivité durable sur les marchés internationaux, à la condition que l'effet de

rétroaction qu'aurait sur l'économie le renchérissement des produits importés et des produits d'exportation ne se traduise pas par une nouvelle escalade des salaires et des prix au Canada. Il existe de nombreux exemples de pays qui n'ont pas réussi à limiter les incidences inflationnistes d'une baisse du taux de change de leur monnaie et sont entrés dans le cercle vicieux d'une baisse initiale du taux de change, suivie dans un premier temps d'une augmentation du taux d'inflation, puis d'une nouvelle baisse du taux de change et ainsi de suite.

J'ai eu l'occasion d'entendre des gens se plaindre du fait que nos taux d'intérêt étaient liés à ceux des Etats-Unis. A cela je répondrai que ces taux sont liés dans la mesure où nous le désirons. Après tout, nous avons eu le choix de ne pas relever nos taux pour suivre ceux des Etats-Unis et de laisser dégringoler le dollar canadien, ce qui comportait les risques que je viens de mentionner. Nous avons constamment le choix de ne pas tenir compte de l'évolution des taux d'intérêt aux Etats-Unis si nous pensons pouvoir en supporter les conséquences. Dans certaines circonstances, il peut être sage d'adopter ce parti, mais dans d'autres, il est sensé d'y renoncer. Dans la conjoncture actuelle, où nous dépendons fortement des entrées de capitaux et où la confiance des marchés de change en notre monnaie demeure plutôt précaire, il est peu probable que nous soyons en mesure de ne pas tenir compte de l'évolution des taux d'intérêt aux Etats-Unis.

Avant de conclure, j'aimerais prendre le temps nécessaire pour préciser ce que la Banque du Canada n'a pas essayé de faire pendant les deux dernières années au chapitre du taux de change. La Banque n'a pas essayé d'empêcher un important ajustement à la baisse qui serait échelonné sur une période assez longue, car on admettait aisément la nécessité d'un tel ajustement pourvu qu'il n'aille pas trop loin et qu'il ne se fasse pas trop vite. Elle n'a pas essayé non plus de maintenir coûte que coûte le taux de change à un niveau particulier. Par contre, elle n'a certainement pas abdiqué ses responsabilités au sujet du comportement du dollar canadien; l'enjeu était beaucoup trop important pour que l'on agisse de la sorte. Elle a plutôt adopté entre les deux solutions extrêmes le parti du juste milieu, à la fois dans les interventions qu'elle effectue sur le marché en sa qualité d'agent financier du gouvernement et dans sa politique relative aux taux d'intérêt, ce, dans le but de maintenir le rythme et l'ampleur de l'ajustement du taux de change dans des limites raisonnables.

J'aimerais également commenter quelque peu la manière dont les relèvements récents du taux d'escompte de la Banque - en particulier la hausse de $3/4$ de 1% et celle de $1/2$ de 1% qui sont entrées en vigueur respectivement le 16 octobre et lundi de cette semaine - s'inscrivent dans le cadre de la politique de la Banque, qui vise à maintenir le taux de croissance de la masse monétaire à l'intérieur des limites de la fourchette visée. Lorsque nous avons adopté cette politique orientée vers le long terme, nous avons admis que nous pourrions nous trouver, à l'occasion, dans des situations où

nous devrions concentrer notre attention sur d'autres problèmes particulièrement urgents. Nous nous trouvons justement dans l'une de ces situations et, pour les raisons que j'ai mentionnées, nous avons décidé qu'il fallait pendant un certain temps accorder la priorité à la nécessité de préserver la confiance des marchés dans le dollar canadien. Nous sommes toutefois convaincus que cette modification de l'ordre des priorités est temporaire et pensons que s'il se produisait, au cours des mois à venir, un écart sensible entre le taux d'expansion monétaire et des taux-cibles, cet écart serait de si courte durée qu'il ne pourrait influencer vraiment notre stratégie à long terme.

Je suis parfaitement au courant des inquiétudes qui ont été exprimées au sujet des répercussions néfastes que peuvent avoir les taux d'intérêt actuels sur l'activité économique du pays tant qu'ils resteront aussi élevés et j'admets qu'il en sera ainsi; toutefois, il faut également reconnaître que la baisse substantielle du cours de notre monnaie a considérablement favorisé l'activité économique. A mon sens, la solution consistant à laisser l'écart entre les taux d'intérêt canadiens et américains disparaître ou devenir négatif susciterait dans la conjoncture actuelle des problèmes beaucoup plus graves et plus tenaces, puisque qu'elle accentuerait davantage les pressions à la baisse sur notre devise et entraînerait les conséquences inflationnistes dont j'ai déjà parlé.

Je pense que les mesures que nous avons prises pour faire face au problème du taux de change étaient appropriées. On peut difficilement s'attendre à ce qu'une modification importante du cours d'une monnaie

puisse s'effectuer tout en douceur et sans aucune exagération dans un monde qui a opté pour des taux de change flottants et qui traverse une période d'instabilité économique. Les politiques qui ont été suivies, notamment les relèvements du taux d'escompte et les emprunts du gouvernement canadien à l'étranger, n'ont pas été vaines; elles ont atténué le rythme et l'ampleur de l'ajustement du taux de change et considérablement réduit le risque d'une dégringolade du cours de notre devise, avec toutes les répercussions inflationnistes qui auraient pu s'ensuivre.

En guise de conclusion, j'aimerais ajouter que, même si nous traversons encore une période d'ajustement difficile, nous réalisons des progrès réels au Canada et que ce n'est pas le moment d'épargner nos efforts. De fait, il s'est produit un ajustement important du cours de notre monnaie, et nous sommes maintenant en mesure de démontrer au reste du monde que nous pouvons de nouveau affronter la concurrence étrangère. Si nous pouvons, en outre, continuer de faire preuve de modération en ce qui a trait à l'augmentation de nos coûts, des coûts en main-d'œuvre notamment, nous serons en mesure, malgré les répercussions à court terme de la baisse du dollar canadien sur les prix à la consommation, de proclamer que nous sommes revenus sur le marché avec la détermination d'y rester. Nous devons nous armer de patience et de courage pour y parvenir, mais je suis convaincu qu'il s'agit là de la seule base solide sur laquelle on peut créer une économie prospère au Canada.