
NE PAS PUBLIER AVANT 13h30, HEURE DE WINNIPEG 14h30 HEURE D'OTTAWA

LE 8 AVRIL 1980

LIBRARY FILE COPY
EXEMPLAIRE DE LA BIBLIOTHÈQUE

Allocution prononcée par M. Gerald K. Bouey
devant le
Canadian Club de Winnipeg
le 8 avril 1980

Allocution prononcée par M. Gerald K. Bouey
Gouverneur de la Banque du Canada
devant le
Canadian Club de Winnipeg
le 8 avril 1980

Chaque année, vers la troisième semaine de mars, je publie mon rapport au ministre des Finances. Comme ce document traite principalement de la politique monétaire suivie par la Banque jusqu'au début de la nouvelle année, je ne vois généralement pas l'utilité de faire d'autres commentaires sur le sujet avant un certain temps. Cependant, la situation est différente cette année. Depuis la rédaction du rapport, fin février, bien des choses se sont produites sur la scène monétaire. Il me fait donc plaisir d'avoir l'occasion d'expliquer ce que nous avons fait ces dernières semaines. Mais je commencerai par vous présenter très brièvement les principaux thèmes de mon Rapport annuel afin de replacer dans leur contexte les changements survenus ces derniers temps.

En 1979, il s'est produit une intensification marquée des pressions inflationnistes au Canada. Ces pressions étaient dues en partie à des causes externes. Dans la plupart des grandes nations commerçantes, le taux d'inflation était à la hausse et sa progression a été particulièrement prononcée aux Etats-Unis. Cette recrudescence de l'inflation a eu des effets perturbateurs sur les anticipations - comme en témoigne de façon non équivoque le comportement des marchés des métaux précieux et des autres

matières premières -, et ses incidences se sont transmises à l'économie canadienne par le biais du commerce extérieur, notamment par une augmentation de 15%, en taux annuel, du coût de nos importations. Nous n'avons guère de prise sur l'inflation qui a frappé les pays étrangers, mais nous avons tenté d'empêcher une nouvelle baisse sensible du cours du dollar canadien, car cela aurait amplifié l'effet de la hausse des prix étrangers sur la tenue de nos coûts et de nos prix.

L'intensification des pressions inflationnistes au Canada était due aussi à des facteurs internes. L'économie a été mise à rude épreuve pour satisfaire la forte demande de biens et de services. Dans bon nombre de secteurs, les taux d'utilisation des capacités ont été exceptionnellement élevés. De fait, le taux global de l'emploi a progressé à un rythme très rapide dans tous les groupes de la population active et, dans la plupart des régions du pays, le marché du travail a été l'objet de fortes pressions qui se sont surtout fait sentir au niveau de la main-d'oeuvre spécialisée. Cette conjoncture a grandement diminué les chances qu'avait l'économie canadienne d'empêcher que les majorations des prix et des coûts se propagent à tous les marchés et à tous les secteurs de l'économie; en fait, elle est venue renforcer les pressions inflationnistes d'origine extérieure.

Dans cette situation, la Banque en est arrivée au second semestre de 1979 à la conclusion qu'il n'y avait aucun autre choix raisonnable en dehors des hausses sensibles des taux d'intérêt à court terme au Canada. La croissance de l'agrégat monétaire sur

lequel la Banque concentre son attention, c'est-à-dire la monnaie hors banques et les dépôts à vue dans les banques à charte ou M1, s'est accélérée après avoir marqué le pas au début de l'année. La demande de crédit a été vigoureuse sur toute l'année, de même que la progression des agrégats monétaires comportant plus d'éléments que M1. Les préoccupations inspirées par la vigueur de la demande de monnaie et de crédit ont été considérablement aggravées par la pression à la baisse qu'exerçait sur le dollar canadien la hausse rapide des taux d'intérêt américains amorcée en juillet. Dans cette conjoncture, il était évident qu'une hausse des taux d'intérêt à court terme au Canada s'imposait. Si la Banque n'avait pas réagi, et rapidement, le pays aurait couru le grave risque que la situation déjà dangereusement inflationniste se détériore encore davantage. En même temps, nous voulions éviter que les taux d'intérêt canadiens n'augmentent plus qu'il n'était nécessaire. En fait, la hausse des taux d'intérêt à court terme a été pendant cette période un peu moins élevée au Canada qu'aux Etats-Unis, et l'écart qui a traditionnellement existé entre les taux d'intérêt des avoirs financiers canadiens et américains comparables s'est rétréci ou a complètement disparu.

Tous ces points ont été expliqués en détail dans mon Rapport annuel. Cependant, au moment où nous mettions la dernière main à la rédaction de ce rapport, dans les derniers jours de février, il a semblé que la conjoncture de stabilité relative enregistrée sur les marchés financiers américains vers la fin de 1979 avait disparu. La ronde surprenante d'augmentations des

taux d'intérêt survenue ces dernières semaines aux Etats-Unis avait déjà commencé dans certains secteurs du marché bien avant la seconde quinzaine de février. Aux Etats-Unis, le taux de rendement des obligations avait augmenté de façon marquée tout le long du mois de janvier et pendant la majeure partie du mois de février, et le taux des titres du marché obligataire canadien avait connu une évolution similaire. Abstraction faite des marchés financiers, ces augmentations ne semblent pas avoir attiré de façon significative l'attention au Canada, probablement parce qu'elles n'avaient pas donné lieu à des communiqués, à l'annonce de relèvements du taux officiel d'escompte ou du taux débiteur préférentiel des banques. Il est toutefois évident que ces hausses revêtaient une importance capitale, étant symptomatiques d'un changement fondamental des attitudes à l'égard des perspectives économiques.

La hausse spectaculaire des taux des obligations aux Etats-Unis reflétait de façon directe le pessimisme qui se répandait rapidement dans le pays au sujet des chances de l'économie américaine de parvenir bientôt à atténuer tant soit peu l'inflation qui empirait sans cesse. La situation troublée sur la scène internationale, les perspectives d'accroissement des dépenses militaires et l'augmentation des déficits budgétaires, le comportement d'une économie qui, de toute façon, semblait pratiquement imperméable aux mesures de restriction monétaire prises une année plus tôt - tous ces facteurs se sont conjugués pour confirmer que les taux à long terme étaient trop bas et

irréalistes, compte tenu des perspectives d'évolution future. Déjà, le comportement des consommateurs américains semblait inspiré par des craintes et par l'anticipation profondément ancrée dans leur esprit que l'inflation s'aggraverait encore. Vu que le taux d'inflation dépassait le taux de rendement qu'ils pouvaient espérer obtenir de leur épargne et les encourageait à ne pas attendre pour effectuer leurs achats, les consommateurs étaient devenus depuis un certain temps beaucoup moins enclins à acquérir de nouveaux avoirs financiers. A cet égard, on pourrait ajouter que la pratique du plus en plus courante de multiplier par douze la hausse de prix sur un mois pour obtenir un taux annuel d'inflation n'a pas du tout aidé. C'est ainsi que l'idée exagérée selon laquelle le taux tendanciel d'inflation aurait atteint aux Etats-Unis près de 20% en un an a malheureusement gagné beaucoup de terrain.

Depuis la mi-février, les taux d'intérêt à court terme se sont de nouveau relevés à un rythme étourdissant. Cette nouvelle ronde a commencé le 15 février par suite du relèvement de 12% à 13% du taux d'escompte du Système de la Réserve fédérale. Au 19 février, les grandes banques des Etats-Unis avaient relevé de 15¼% à 15½% leur taux débiteur préférentiel. Mais ce n'était là qu'un début. Dans un court laps de temps, les augmentations se succédèrent; le taux préférentiel passait à 16¼% le 22 février, à 16½% le 29, à 17¼% le 3 mars, à 17½% le 7 et à 18¼% le 13. Le 14 mars, le gouvernement américain et la Réserve fédérale adoptaient un train de nouvelles mesures budgétaires et de mesures d'encadrement du crédit destinées à contrer davantage l'inflation.

Les premières visaient surtout à éliminer le déficit budgétaire tandis que l'ensemble des mesures relatives au crédit et aux autres opérations financières avait principalement pour but de contenir les dépenses des consommateurs ainsi que les opérations spéculatives financées par des emprunts. Sous l'effet des pressions soutenues dont les marchés financiers étaient l'objet, le taux préférentiel est passé à 19% le 18 mars. Il est ensuite passé à 19½% le 28 mars, puis à 20% le 2 avril. En six semaines, il avait fait un bond de presque 5 points de pourcentage.

Au fond, ces relèvements en cascade ont été provoqués par une perte généralisée de la confiance dans la valeur future de la monnaie, qui à son tour a engendré une incertitude accrue sur les marchés financiers des Etats-Unis. Puisque personne ne savait avec certitude jusqu'à quel point la mentalité inflationniste était ancrée, personne ne pouvait prévoir avec certitude jusqu'à quel point les taux d'intérêt pouvaient monter.

Certains Canadiens sont tentés de se croiser les bras et de considérer avec un certain détachement la situation aux Etats-Unis. Après tout, disent-ils, la tenue des prix n'a-t-elle pas été ces derniers temps nettement meilleure ici qu'aux Etats-Unis? En fait, cette impression selon laquelle l'inflation est moins virulente au Canada qu'aux Etats-Unis est plus apparente que réelle; il n'en reste pas grand-chose lorsqu'on tient compte, d'une part, du fait que les Etats-Unis se sont beaucoup mieux adaptés que nous à l'escalade des prix de l'énergie et, d'autre part, de certains aspects du traitement du

coût du logement dans l'établissement de l'indice des prix à la consommation aux Etats-Unis. En outre, ni les statistiques des prix dans l'industrie ni celle des coûts de main-d'oeuvre ne permettent de penser que le taux d'inflation soit moins élevé au Canada qu'aux Etats-Unis. Il est certain qu'on ne trouverait personne pour prétendre que les finances du secteur public ou la balance des paiements se portent mieux au Canada qu'aux Etats-Unis. Si de l'avis des investisseurs nous étions parvenus à maîtriser l'inflation beaucoup mieux que les Américains, le dollar canadien serait maintenant beaucoup plus fort.

Je voudrais maintenant apporter quelques précisions sur la conjoncture à laquelle la Banque du Canada a dû faire face au début de mars. Depuis quelque temps déjà, nos taux d'intérêt à court terme n'avaient pas été plus élevés et ils avaient même souvent été inférieurs aux taux en vigueur aux Etats-Unis. Par exemple, le taux débiteur préférentiel des banques canadiennes s'était maintenu à 15% depuis octobre alors que celui des banques américaines avait atteint les 15½% vers la mi-février et était de près de 17% vers la fin du mois. Malgré tout, le dollar canadien avait fait preuve d'une vigueur inhabituelle sur les marchés de change pendant plusieurs semaines, plus précisément jusqu'au début de mars, en raison de la tenue particulièrement bonne de notre commerce extérieur et aussi des entrées massives de capitaux au Canada liées aux investissements dans les industries d'exploitation de nos richesses naturelles. Cela semblait imputable dans une large mesure aux perspectives de découverte

d'importants gisements de pétrole au large des côtes de Terre-Neuve. Il était bien sûr complètement impossible de prévoir quelles seraient la durée et l'ampleur de cet afflux de capitaux. Tout ce dont on était sûr, c'est que cela dépendrait des rumeurs et du contenu des rapports que publieraient périodiquement les sociétés pétrolières oeuvrant dans la région.

D'autres incertitudes sont venues se greffer sur ces dernières. On savait déjà que serait adopté avant longtemps aux Etats-Unis un train de mesures visant à redresser la situation, mais on ignorait quand ces mesures seraient annoncées, leur nature et leur impact sur les marchés financiers. Le marché des changes en particulier a été touché par ces incertitudes. De fait, il semblait impossible de choisir un taux d'escompte pouvant être considéré comme approprié, compte tenu du taux de change et de la conjoncture du marché monétaire pendant plus qu'un très court laps de temps.

Vu ce contexte des plus instables, la Banque du Canada en est arrivée à la conclusion qu'elle devait être en mesure de réagir à toute évolution de la situation avec plus de rapidité et de souplesse qu'elle ne pouvait avec un taux d'escompte fixe. Pour fixer le taux d'escompte à un niveau qui aurait des chances de se maintenir au moins pendant quelques semaines, il aurait fallu l'établir à un niveau beaucoup plus élevé. Le lundi 10 mars, la Banque du Canada annonça qu'elle laissait flotter son taux d'escompte, c'est-à-dire que le taux serait chaque semaine de $\frac{1}{4}$ de point de pourcentage plus élevé que le taux moyen pratiqué à

la dernière adjudication hebdomadaire de bons du Trésor à 91 jours du gouvernement canadien. Ce nouveau système est entré en vigueur lors de l'adjudication de bons du Trésor du 13 mars.

Les avantages d'un taux d'escompte flottant à des périodes comme celle que nous vivons depuis quelque temps ont été en quelque sorte mis en évidence dès la première semaine d'application de cette méthode. Par suite des résultats de l'adjudication de bons du Trésor tenue le 13 mars, le taux d'escompte a augmenté légèrement par rapport au niveau auquel il avait été fixé auparavant. A peine une demi-heure après la présentation des offres, une importante banque américaine annonçait une augmentation de $\frac{1}{2}$ point de pourcentage de son taux débiteur préférentiel, le portant à $18\frac{1}{4}\%$; le lendemain les autres grandes banques adoptaient elles aussi un taux plus élevé. Par suite de l'augmentation des taux qui a suivi sur le marché monétaire américain, le cours du dollar canadien a entamé un mouvement à la baisse qui a été particulièrement prononcé à l'ouverture des marchés le lundi 17 mars. Grâce à la souplesse que procure un taux d'escompte flottant, la Banque du Canada a pu permettre aux taux du marché monétaire canadien, y compris ceux des bons du Trésor, d'augmenter sans délai, ce qui a freiné les pressions sur le dollar canadien. Sous le régime du taux d'escompte fixe, un tel ajustement n'aurait pu se produire aussi rapidement ni avec autant de souplesse, parce qu'il aurait fallu prendre la décision de relever le taux d'escompte et qu'on se serait attendu à ce que le nouveau taux reste en vigueur pendant au moins quelques semaines.

Certains ont considéré l'adoption du régime de taux d'escompte flottant comme un moyen utilisé par la banque centrale pour réduire au minimum sa part de responsabilité dans le niveau et l'évolution des taux d'intérêt à court terme, mais en réalité la Banque du Canada se reconnaît à ce chapitre autant de responsabilité avec le nouveau régime qu'avec l'ancien. Ce sujet a d'ailleurs été abordé dans le communiqué qui annonçait l'adoption du nouveau régime. Ce dont nous ne pouvons nous porter garants, c'est de l'état général de l'économie dans le monde. Le taux préférentiel n'a pas été établi à 20% aux Etats-Unis à l'instigation de la Banque du Canada, et ceci n'est nullement de notre ressort. Par contre, nous endossons l'entière responsabilité de la façon dont nous essayons de régler les problèmes qui assaillent présentement notre pays.

La méthode spécifique selon laquelle est fixé le taux d'escompte ne constitue pas un facteur important de nos difficultés actuelles. Notre problème réel et immédiat n'est pas d'ordre technique. Il réside plutôt dans le fait que les taux d'intérêt à court terme pratiqués aux Etats-Unis dépassent de loin les nôtres. On prétend parfois que les décisions relatives à la politique monétaire canadienne sont prises à Washington. Il n'en est rien. Mais le Canada n'a pas non plus coupé les ponts avec le reste du monde, et si les taux d'intérêt américains atteignent des niveaux extraordinairement élevés, il ne sert à rien de prétendre que cela ne nous concerne pas. Il n'existe aucune

la dernière adjudication hebdomadaire de bons du Trésor à 91 jours du gouvernement canadien. Ce nouveau système est entré en vigueur lors de l'adjudication de bons du Trésor du 13 mars.

Les avantages d'un taux d'escompte flottant à des périodes comme celle que nous vivons depuis quelque temps ont été en quelque sorte mis en évidence dès la première semaine d'application de cette méthode. Par suite des résultats de l'adjudication de bons du Trésor tenue le 13 mars, le taux d'escompte a augmenté légèrement par rapport au niveau auquel il avait été fixé auparavant. A peine une demi-heure après la présentation des offres, une importante banque américaine annonçait une augmentation de $\frac{1}{2}$ point de pourcentage de son taux débiteur préférentiel, le portant à $18\frac{1}{4}\%$; le lendemain les autres grandes banques adoptaient elles aussi un taux plus élevé. Par suite de l'augmentation des taux qui a suivi sur le marché monétaire américain, le cours du dollar canadien a entamé un mouvement à la baisse qui a été particulièrement prononcé à l'ouverture des marchés le lundi 17 mars. Grâce à la souplesse que procure un taux d'escompte flottant, la Banque du Canada a pu permettre aux taux du marché monétaire canadien, y compris ceux des bons du Trésor, d'augmenter sans délai, ce qui a freiné les pressions sur le dollar canadien. Sous le régime du taux d'escompte fixe, un tel ajustement n'aurait pu se produire aussi rapidement ni avec autant de souplesse, parce qu'il aurait fallu prendre la décision de relever le taux d'escompte et qu'on se serait attendu à ce que le nouveau taux reste en vigueur pendant au moins quelques semaines.

Certains ont considéré l'adoption du régime de taux d'escompte flottant comme un moyen utilisé par la banque centrale pour réduire au minimum sa part de responsabilité dans le niveau et l'évolution des taux d'intérêt à court terme, mais en réalité la Banque du Canada se reconnaît à ce chapitre autant de responsabilité avec le nouveau régime qu'avec l'ancien. Ce sujet a d'ailleurs été abordé dans le communiqué qui annonçait l'adoption du nouveau régime. Ce dont nous ne pouvons nous porter garants, c'est de l'état général de l'économie dans le monde. Le taux préférentiel n'a pas été établi à 20% aux Etats-Unis à l'instigation de la Banque du Canada, et ceci n'est nullement de notre ressort. Par contre, nous endossons l'entière responsabilité de la façon dont nous essayons de régler les problèmes qui assaillent présentement notre pays.

La méthode spécifique selon laquelle est fixé le taux d'escompte ne constitue pas un facteur important de nos difficultés actuelles. Notre problème réel et immédiat n'est pas d'ordre technique. Il réside plutôt dans le fait que les taux d'intérêt à court terme pratiqués aux Etats-Unis dépassent de loin les nôtres. On prétend parfois que les décisions relatives à la politique monétaire canadienne sont prises à Washington. Il n'en est rien. Mais le Canada n'a pas non plus coupé les ponts avec le reste du monde, et si les taux d'intérêt américains atteignent des niveaux extraordinairement élevés, il ne sert à rien de prétendre que cela ne nous concerne pas. Il n'existe aucune

restriction sur les mouvements de capitaux entre les deux pays. Si les taux d'intérêt sont beaucoup plus élevés aux Etats-Unis que chez nous et que des capitaux sont attirés ou détournés du Canada vers ce pays, cela se traduira par des pressions à la baisse sur le cours du dollar canadien. Plus le dollar canadien est faible, plus le coût de nos importations est élevé, et ce coût augmente davantage que si la hausse était provoquée par une flambée des prix aux Etats-Unis. Certes, il s'agit là d'un désagrément, mais ce n'est qu'un aspect du vrai danger. Le vrai danger, un danger sur lequel il serait stupide de fermer les yeux dans les circonstances actuelles, c'est que ces fortes pressions additionnelles sur les prix auraient un impact cumulatif et généralisé sur les anticipations inflationnistes ainsi que sur la tenue des salaires et des prix au Canada. Elles relanceraient la spirale inflationniste. Au lieu d'accepter tout simplement un dollar canadien plus faible en contrepartie de taux d'intérêt plus bas, le Canada devrait bientôt faire face à une dépréciation plus rapide de sa monnaie, à une inflation accélérée et à de nouvelles hausses des taux d'intérêt; bref, nos problèmes économiques s'aggraveront rapidement. Ceux qui pensent autrement prennent leurs désirs pour des réalités.

Je connais l'argument selon lequel il faut courir le risque que la baisse du cours de notre dollar aggrave l'inflation si l'on veut améliorer la compétitivité de l'industrie canadienne. Toutefois, à en juger par des critères raisonnables, la plupart de nos industries sont déjà fortement concurrentielles sur les

marchés internationaux. Comme je l'ai exposé en détail dans mon Rapport, les industries canadiennes ont nettement plus besoin de capacités additionnelles pour produire davantage qu'elles n'ont besoin de nouvelles dépréciations de notre monnaie pour améliorer leur compétitivité au niveau des prix et des coûts. Ainsi, tout avantage que pourrait tirer la balance des paiements d'une nouvelle baisse du cours du dollar canadien devrait être au mieux mineur et se produirait après un certain temps. En revanche, l'incidence d'une telle baisse sur les coûts et les prix intérieurs serait d'ampleur correspondante et ne tarderait pas à se faire sentir.

La Banque du Canada est consciente du fait que des hausses marquées des taux d'intérêt portent un rude coup à de nombreux Canadiens, notamment aux emprunteurs hypothécaires, aux fermiers et aux petites entreprises. Elle sait également que des taux d'intérêt qui ne sont pas suffisamment élevés pour compenser les effets de l'inflation sont préjudiciables à un nombre encore plus grand de Canadiens dont l'épargne sert à accorder des prêts. Dans cette conjoncture exceptionnelle et fertile en événements imprévisibles, la Banque du Canada s'efforce depuis quelque temps de suivre une stratégie qui vise à ce que les hausses des taux d'intérêt ne soient pas plus importantes qu'il ne faut pour ralentir l'inflation au pays. La Banque n'élabore pas sa politique monétaire à partir d'une idée préconçue de ce que devrait être le rapport entre les taux d'intérêt en vigueur au Canada et aux Etats-Unis. Nous savons qu'il existe d'autres flux

de capitaux non sensibles aux fluctuations des taux d'intérêt et qui peuvent nous aider, comme d'ailleurs la forte entrée de capitaux attirés récemment par l'industrie pétrolière. Nous pourrions assister à un nouvel afflux de capitaux de cette nature ou d'autres types. Les investisseurs étrangers qui considèrent les perspectives à long terme de l'économie canadienne et qui, à cause de nos ressources énergétiques et autres, pensent que le Canada est l'un des pays les plus prometteurs au monde, peuvent apporter un soutien fondamental au dollar canadien tant que notre façon de gérer nos affaires leur inspire confiance. Même dans les circonstances difficiles que nous connaissons actuellement, des étrangers ont investi dans des obligations à court et à long terme du gouvernement canadien en monnaie nationale. De plus, il est possible que les taux d'intérêt américains ne se maintiennent pas longtemps aux niveaux extrêmement élevés auxquels ils se situent présentement, ce qui devrait arrêter pendant un certain temps ceux qui sont portés à spéculer sur la baisse du dollar canadien. Telles sont certaines des caractéristiques des mers incertaines dans lesquelles nous devons naviguer.

Parmi les possibilités qui s'offrent à la Banque du Canada dans ces circonstances difficiles, je ne vois pas de meilleure stratégie que celle que nous suivons à l'heure actuelle. Je sais qu'elle comporte des aspects désagréables, mais j'espère que les Canadiens se consoleront en se disant que la conjoncture exceptionnelle que nous connaissons à l'heure actuelle sera peut-être de courte durée et qu'en

prenant aujourd'hui des décisions désagréables, nous améliorons considérablement nos chances de ralentir l'inflation au Canada dans les mois à venir.

Permettez-moi, en guise de conclusion, de vous rappeler que l'inflation est, à l'heure actuelle, ce qui menace le plus notre société. Nous devons toujours en tenir compte quels que soient les problèmes auxquels nous devons faire face d'un jour à l'autre. Etant donné les effets tellement nocifs de l'inflation, nous ne devons pas considérer seulement les intérêts et le bien-être de quelques catégories d'emprunteurs mais les intérêts et le bien-être de 23 millions de Canadiens.