

---

Exposé prononcé par  
M. Gérard K. Bouey  
Gouverneur de la Banque du Canada  
à la Conférence fédérale-provinciale  
des ministres des Finances  
tenue à Ottawa le 17 décembre 1980

---

**LIBRARY FILE COPY**  
**EXEMPLAIRE DE LA BIBLIOTHÈQUE**

---

Exposé prononcé par M. Gerald K. Bouey  
Gouverneur de la Banque du Canada  
à la Conférence fédérale-provinciale  
des ministres des Finances  
tenue à Ottawa le 17 décembre 1980

---

Je suis heureux d'avoir l'occasion de participer à cette Conférence fédérale-provinciale des ministres des Finances et je me ferai un plaisir de répondre à vos questions sur la politique monétaire canadienne. Je pense qu'il ne serait pas sans intérêt de faire quelques observations d'ordre général sur le sujet avant de passer aux questions proprement dites.

Mon exposé se composera de deux parties. La première sera consacrée aux problèmes pressants auxquels la politique monétaire canadienne a été confrontée au cours des dernières semaines, par suite de la montée en flèche des taux d'intérêt à court terme aux Etats-Unis et des pressions à la baisse sur le dollar canadien qui en ont découlé. Dans la seconde partie, j'examinerai dans une perspective à plus long terme les grandes lignes de la politique que mène la Banque du Canada.

Au cours des deux derniers mois, les taux d'intérêt à court terme aux Etats-Unis se sont emballés. Le taux de base des prêts bancaires, qui était de 13½% dans ce pays le 16 octobre dernier, a grimpé rapidement pour s'établir à 17% le 21 novembre et à 21% hier. A l'heure actuelle, les taux du marché monétaire américain sont environ deux fois plus élevés qu'ils ne l'étaient en juillet dernier.

La récente escalade qui a porté aux Etats-Unis les taux à court terme à des niveaux si élevés s'inscrit dans le contexte de l'instabilité extraordinaire qui a caractérisé l'évolution des taux d'intérêt dans ce pays au cours de l'année 1980. Vous vous souvenez sans doute que les taux américains étaient montés très rapidement à des niveaux presque aussi élevés au printemps dernier, puis étaient retombés aussi vite à des niveaux extrêmement bas au début de l'été. Je me réjouis de constater la détermination dont font preuve les autorités américaines dans leur lutte contre l'inflation, mais des variations d'une telle ampleur des taux d'intérêt aux Etats-Unis, que ce soit lorsque les taux atteignent des niveaux aussi élevés ou aussi bas, posent de très graves problèmes pour la politique monétaire canadienne.

Dans la conjoncture actuelle, la montée en flèche des taux d'intérêt à court terme à des niveaux si élevés ne

manquera pas d'exercer une influence considérable sur l'économie canadienne, en entraînant ou un relèvement des taux d'intérêt dans notre pays ou une chute du cours du dollar canadien ou encore une combinaison des deux. Le problème n'a pas ses causes au Canada, et la Banque ne peut en aucune façon l'attaquer sans influencer les taux d'intérêt, le taux de change ou les deux. La Banque du Canada pourrait, si elle en décidait ainsi, tenter d'opposer une ferme résistance aux pressions à la hausse exercées sur les taux d'intérêt à court terme canadiens par la flambée des taux d'intérêt étrangers et accepter les répercussions inflationnistes qu'une forte baisse du cours du dollar canadien aurait sur notre économie au moment où les investisseurs réagiraient à l'élargissement des écarts entre les taux d'intérêt canadiens et les taux pratiqués chez nos voisins du sud. Par contre, la Banque pourrait, si elle en décidait ainsi, s'opposer fermement à toute pression à la baisse exercée sur le dollar canadien, et ce, en veillant à ce que les taux d'intérêt à court terme augmentent au pays, par rapport aux taux pratiqués à l'étranger, aussi vite et autant que la situation l'exigerait. En fait, la Banque du Canada a choisi de mettre en oeuvre une politique qui se situe entre ces deux extrêmes. Les taux d'intérêt à court terme canadiens ont enregistré une hausse considérable, qui a été cependant moins rapide et moins forte que celle des taux américains comparables. En juillet dernier, les taux à

court terme au Canada étaient de 2% environ plus élevés que les taux correspondants aux Etats-Unis; actuellement ils sont de 3 à 4% moins élevés. Faut-il encore d'autres preuves à ceux qui prétendent que la politique de la Banque du Canada vise à aligner rigoureusement les taux d'intérêt canadiens sur les taux américains? Pendant la même période, le cours du dollar canadien exprimé en devise américaine est tombé de 87,5 cents environ à seulement 82,5 cents hier matin. Faut-il encore d'autres preuves à ceux qui prétendent que la Banque du Canada cherche à maintenir le cours du dollar canadien à un niveau fixé d'avance?

Dans la conjoncture actuelle, il y a des risques énormes d'aggraver de façon substantielle le problème déjà brûlant de l'inflation, et ceci impose des limites considérables, d'une part, à ce que la Banque peut faire pour mettre les taux d'intérêt canadiens à l'abri des répercussions de la montée en flèche des taux d'intérêt à l'étranger et, d'autre part, à ce qu'elle peut accepter comme conséquence sur le taux de change, tout en respectant les normes de la prudence. Il serait dangereux de présumer que la baisse du cours du dollar canadien qui s'ensuivrait ou la hausse des taux d'intérêt américains à l'origine de cette baisse pourrait être rapidement inversée. Il faudrait alors s'attendre à ce que le prix des produits que nous consommons au pays - qu'il s'agisse des

importations ou des produits d'exportation - s'élève rapidement et dans une proportion très proche du taux de la baisse du cours du dollar canadien. Compte tenu de la conjoncture canadienne actuelle, où les craintes et les anticipations au sujet d'une aggravation de l'inflation sont des plus vives, une importante majoration des prix qui porterait notre taux actuel d'inflation de plus de 10% à des niveaux encore plus élevés entraînerait une nouvelle accélération de la hausse des salaires. Quels que soient donc les avantages que les industries canadiennes d'exportation et celles qui concurrencent les importations pourraient tirer d'une nouvelle dépréciation du dollar canadien, ils risqueraient fort d'être rapidement effacés par une nouvelle poussée des coûts en main-d'oeuvre. Le danger qu'une telle situation se produise n'est peut-être pas aussi grand maintenant qu'il y a un an puisque à cette époque-là la plupart de ces industries fonctionnaient presque à la limite de leur capacité de production, mais ce danger n'en demeure pas moins très réel. Selon toute probabilité, cette situation finirait par aggraver l'inflation, sans améliorer de façon véritable, ni de façon durable, nos perspectives de croissance dans le proche avenir.

J'estime que la position adoptée par la Banque du Canada face à la récente flambée des taux d'intérêt aux Etats-Unis a été en définitive modérée et inspirée du sens des

responsabilités. Il est évident que le Canada ne peut plus se permettre de suivre des politiques économiques qui risquent grandement d'aggraver l'inflation. Même si les seuls choix raisonnables qui s'offrent à nous sont pénibles et peu populaires, nous ne pouvons rien faire d'autre que de les accepter.

J'aborderai maintenant le second volet de mes remarques. Depuis plusieurs années maintenant, la politique monétaire canadienne vise fondamentalement à modérer graduellement le rythme de croissance de la masse monétaire. Cette approche s'appuie sur la conviction que, peu importent les autres mesures qu'il faut prendre pour freiner une inflation qui a tendance à s'accélérer, aucune stratégie ne peut réussir si elle ne bénéficie du soutien constant d'un contrôle ferme de l'expansion monétaire.

Quels résultats tangibles cette politique a-t-elle permis d'obtenir? D'abord, le taux tendanciel de croissance de la masse monétaire et celui de la dépense globale ont effectivement fléchi, bien qu'à certains moments les progrès réalisés à ce chapitre aient été moins réguliers et plus lents que prévu. Au cours des quelque dix-huit derniers mois, la croissance de la masse monétaire s'est maintenue entre 5 et 9%

l'an, soit nettement au-dessous des taux enregistrés à certaines périodes pendant la dernière décennie; on se rappellera qu'ils avaient grimpé parfois jusqu'à 15% l'an. La dépense globale (c'est-à-dire, la dépense nationale brute en dollars courants) s'est élevée d'environ 9% au cours des quatre derniers trimestres, soit un taux beaucoup moins élevé qu'au cours des quatre trimestres précédents et nettement inférieur aux 20% déjà enregistrés dans les années soixante-dix.

Jusqu'à maintenant toutefois, le taux d'inflation n'a pas diminué à un rythme comparable. Après une baisse temporaire qui a ramené le taux d'inflation, mesuré par l'indice des prix à la consommation, un peu au-dessous des taux de plus de 10% observés il y a quelques années, il a grimpé depuis et a dépassé les 10% au cours des douze derniers mois.

Que notre taux d'inflation demeure aussi élevé malgré le ralentissement de la croissance de la masse monétaire et de la dépense globale au Canada est considéré dans certains milieux comme une preuve que la politique monétaire que nous poursuivons n'est pas efficace. Je crois qu'une telle opinion est erronée. Ce qui s'est produit, à mon avis, c'est que la pression légère et graduelle qui entraînerait les prix à la baisse, par suite de nos efforts en vue de modérer la croissance de la masse monétaire et de la dépense, est contrecarrée pour l'instant par l'ampleur des pressions à la hausse que



certaines autres facteurs exercent sur les coûts et les prix. Même si un contretemps passager de ce genre peut se produire, et semble s'être produit, je suis persuadé que, si nous faisons preuve de persévérance dans la mise en oeuvre de notre politique monétaire actuelle, nous contribuerons à contrebalancer l'impact de ces pressions sur le niveau général des prix et qu'avec le temps le taux d'inflation baissera de nouveau.

Certaines causes de la récente pression à la hausse qui s'exerce de façon marquée sur le niveau des prix ne sont pas difficiles à identifier. Depuis un an ou deux, les fortes accélérations de prix enregistrées aux Etats-Unis et ailleurs ainsi que la faiblesse renouvelée du dollar canadien ont entraîné, au niveau des prix de toute une gamme d'importations et de produits d'exportation qui sont vendus au Canada (pétrole subventionné exclu), des augmentations qui ont dépassé de loin celles de la plupart des autres biens et services. Les problèmes particuliers que posent dans le monde les prix et l'approvisionnement tant en énergie qu'en produits alimentaires par rapport à la tendance des prix au Canada sont bien connus; ils se sont même aggravés considérablement au cours de la dernière année et ils ne semblent pas devoir s'atténuer rapidement. Le fait que la capacité de production de l'économie canadienne, comme celle de la plupart des autres pays

industriels, n'ait pas augmenté aussi rapidement que d'habitude en raison du ralentissement de la productivité nous aide à comprendre pourquoi plusieurs de nos industries en sont arrivées en 1979 à fonctionner à la limite de leur capacité de production, ce qui a engendré des augmentations à la fois importantes et soutenues des prix et des salaires. A ces causes de pressions à la hausse sur les prix se sont ajoutées les craintes que l'inflation échappe désormais à tout contrôle et les anticipations d'une aggravation inévitable de la situation; ces craintes et ces anticipations se répercutent directement sur le comportement des salaires et des prix et à court terme tendent à se nourrir d'elles-mêmes. Voilà quelques-unes des grandes forces qui s'opposent aux effets anti-inflationnistes d'une politique monétaire restrictive et gradualiste.

Quelles conclusions faut-il tirer de l'expérience que nous avons vécue ces dernières années sur le plan de la politique monétaire? La première, je crois, c'est que les progrès que nous avons réalisés dans la lutte contre l'inflation auraient peut-être été plus substantiels, en dépit des pressions à la hausse dont les prix étaient l'objet, si la politique monétaire avait été moins graduelle, autrement dit si le ralentissement du rythme d'expansion monétaire avait été plus marqué et plus constant et si, pour ce faire, nous avions laissé les taux d'intérêt augmenter plus tôt, plus vite et

davantage. Un corollaire important de cette première conclusion est qu'une politique monétaire plus expansionniste aurait engendré un taux d'inflation encore plus élevé que celui que nous connaissons actuellement. Avec le recul, une autre conclusion qui se dégage est qu'il y aurait eu lieu de soutenir davantage la politique monétaire mise en oeuvre, et ce, en instaurant dans la mesure du possible des politiques anti-inflationnistes plus rigoureuses dans d'autres secteurs qui relèvent de la compétence des pouvoirs publics. Nous devons admettre que si nous voulons maîtriser l'inflation, les politiques de gestion de la demande, dont la politique monétaire, doivent être appliquées de façon à empêcher que les marchés de biens et de services ne puissent permettre aux prix d'augmenter rapidement, même si cela risque d'engendrer, du moins pendant un certain temps, un ralentissement plus accentué de l'activité économique que nous ne le souhaiterions.

Il s'est avéré plus difficile de ralentir le rythme de l'inflation au Canada que je ne l'avais pensé il y a cinq ans, et cette constatation me déçoit. Mais en ce qui concerne la politique monétaire, l'expérience vécue au Canada souligne la nécessité d'une politique restrictive ferme et continue, et c'est précisément la voie qu'entend suivre la Banque du Canada. Toute initiative qui pourra nous aider à mener à bien notre combat sera la bienvenue. La contribution la plus

QUESTION

Est-ce que certains d'entre eux réussissent mieux que nous? Y en a-t-il parmi eux qui s'y prennent différemment et qui, de ce fait, réussissent mieux que nous?

M. BOUEY

Eh bien, quelques-uns n'ont pas laissé l'inflation s'aggraver au cours des années soixante-dix autant que nous l'avons fait. Nous ne pouvons, je crois, qu'admirer la façon dont les Japonais et les Allemands, pour qui la facture énergétique est si lourde, ont absorbé la hausse du prix mondial de l'énergie tout en maîtrisant assez bien l'inflation. Nous ne pouvons, je crois, qu'éprouver de l'admiration devant une telle réussite. Ils n'ont pas eu à faire face à des taux d'intérêt aussi élevés que nous parce que leur taux d'inflation n'a pas été aussi élevé que le nôtre. Vous voyez que toute cette question recouvre beaucoup d'aspects qui ne relèvent pas uniquement de la politique monétaire.

QUESTION

Monsieur le Gouverneur, je désire vous poser deux questions. Aux pages 7 et 8 de votre exposé, vous parlez de l'ampleur des pressions à la hausse que certains autres facteurs exercent sur les coûts et les prix et vous décrivez ce phénomène comme un contretemps passager. Le ministère des Finances dans son budget du 28 octobre ainsi que le Conseil économique ont laissé entendre récemment que les prix augmenteraient encore l'an prochain. Quelle pourrait être la durée de ce contretemps passager? Une année, une année et demie peut-être?

M. BOUEY

Eh bien, il est passager. C'est tout ce que je peux dire. J'espère que ce ne sera pas trop long, mais ces pressions existent certainement.

QUESTION

Mais vous n'avez aucune idée de la période - six mois ou un an - au cours de laquelle nous allons continuer d'observer cette tendance?

M. BOUEY

Je crois qu'il sera assez difficile de faire des progrès rapides dans notre lutte contre l'inflation au cours de l'année qui vient ou des deux prochaines années. Je souhaite que nous puissions en faire. Nous devons absorber les hausses du prix de l'énergie qui surviendront pendant plusieurs années. Il faut aussi considérer que les prix des produits alimentaires pourraient s'élever passablement au cours de l'année prochaine. Je ne sais pas si ces renchérissements se poursuivront indéfiniment. Mais je sais que cela occasionnera des difficultés. Je suis tout de même certain que nous finirons par abaisser le taux d'inflation.

QUESTION

Ma deuxième question porte sur le dollar. Traditionnellement, vous avez essayé de le maintenir entre 87 et 83 cents par rapport au dollar américain. Il est maintenant bien au-dessous de cette fourchette. Quel niveau le dollar doit-il atteindre pour qu'il vous préoccupe à l'extrême? Est-ce 80 cents?

M. BOUEY

Bien, je dois dire, en premier lieu, que nous n'avons jamais eu pour politique de le maintenir dans des limites données; c'est vous qui parlez d'une fourchette de 83 à 87 cents, pas moi. Je suis navré que le taux de change du dollar canadien soit aussi bas. Mais je crois qu'il nous faut accepter cette réalité pour empêcher nos taux d'intérêt de s'accroître beaucoup plus. Je n'aime pas combiner ces deux éléments, mais comme je l'ai mentionné précédemment, je crois que c'est ce que nous pouvions faire de mieux pour l'instant. Je ne pense pas pouvoir en dire davantage pour répondre à cette question.

QUESTION

Monsieur Bouey, j'ai une deuxième question au sujet du contretemps passager dont vous faites état en parlant des pressions inflationnistes actuelles, contretemps qui d'après vous pourrait faire place à une nouvelle baisse du rythme global d'inflation si on suivait la politique monétaire adéquate. Evidemment, ce contretemps passager a fait suite à une baisse qui elle-même faisait suite à un autre contretemps passager. Qu'est-ce qui vous fait croire que l'inflation peut être contrée, que ces contretemps "passagers" ne sont pas devenus permanents et que les baisses du taux d'inflation ne sont pas des exceptions à la règle?

M. BOUEY

Je ne doute nullement que l'inflation puisse être contrée. On peut appliquer des politiques si rigoureuses sur des marchés si faibles qu'il est impossible pour les gens

d'augmenter les prix. Des taux d'intérêt extrêmement élevés ou des taxes extrêmement élevées seraient autant de moyens d'y parvenir. Le vrai problème consiste donc à essayer de contrer l'inflation sans causer trop de heurts à l'intérieur du système, et je pense que nous partageons tous la même inquiétude. Je crois que toutes les erreurs que nous avons commises en matière de politique monétaire procèdent des trop grands risques que nous avons pris du côté de l'inflation, car comme tout le monde nous nous préoccupons profondément des questions comme le chômage. C'est pourquoi notre politique a connu des hauts et des bas. Je crois toutefois que nous devons être plus fermes à l'avenir, et nous avons bien l'intention de l'être.

QUESTION

Que voulez-vous dire par une politique plus ferme à l'avenir? Vous laissez entendre dans votre exposé que vous suivez maintenant la masse monétaire et que vous vous posez certaines questions sur des politiques que vous avez suivies par le passé. À quoi faut-il s'attendre?

M. BOUEY

Il faut s'attendre à un rythme de croissance de la masse monétaire qui ne soit pas trop élevé.

QUESTION

Comptez-vous prendre d'autres mesures pour remédier à cette situation à court terme?

M. BOUEY

Maintenant, vous parlez de la situation à court terme. Mais moi je parlais de la masse monétaire. Non, il n'y a rien d'autre en perspective.

QUESTION

Mises à part les mesures que les hommes politiques, peut-être, ou les gouvernements pourraient prendre immédiatement?

M. BOUEY

Que pourraient-ils faire?

QUESTION

Bien, revenons à l'exemple du complexe Alsands. Est-ce qu'un projet énergétique d'une telle envergure et la mise en place de projets similaires vous aideraient sur le plan de la régulation de l'économie?

M. BOUEY

De quoi parlez-vous? Je croyais que nous parlions du problème actuel et très pressant que posent le niveau élevé des taux d'intérêt et la faiblesse du dollar canadien. Voilà ce dont je parlais. Je faisais simplement remarquer qu'il n'y a vraiment rien que nous puissions faire à ce sujet, sauf absorber une partie des pressions par une hausse des taux d'intérêt et une autre partie par une baisse du taux de change, c'est tout.



QUESTION

Que peuvent faire les Canadiens pour aider l'économie du pays?

M. BOUEY

Rester chez eux et ne pas aller en Floride.

QUESTION

Puisque nous souffrons de problèmes dont nous ne sommes pas responsables, à savoir la volatilité des taux d'intérêt américains ou la politique menée par les Etats-Unis, considérez-vous que le contrôle des changes ou une variante de ce système représente un moyen de nous mettre à l'abri de cette volatilité?

M. BOUEY

Non. Bien sûr le contrôle des changes est possible en théorie. Mais c'est la dernière mesure que je recommanderais. Il nous faudrait déterminer ce que nous voulons contrôler. Cela exigerait la mise en place d'un dispositif administratif énorme. D'ailleurs, l'expérience démontre que, lorsqu'il y a entre les taux d'intérêt des écarts aussi grands que ceux qu'on connaît maintenant ou des écarts encore plus grands, il se produit des fuites de capitaux même dans les pays où il y a un contrôle des changes.

QUESTION

Monsieur Bouey, lorsque vous avez déclaré que les Allemands de l'Ouest et les Japonais avaient forcé votre admiration par la manière dont ils s'étaient ajustés au prix mondial du pétrole, je me suis demandé si vous pensez que votre tâche se trouverait facilitée aujourd'hui si la plus grosse partie de l'ajustement qu'il reste à faire ici pour arriver au prix mondial du pétrole avait déjà été absorbée dans l'économie.

M. BOUEY

Je ne pense pas que le contrôle réel de l'inflation s'en trouverait facilité. Je pense que votre question ne concerne que l'énergie. Les Japonais et les Allemands, eux, n'avaient pas le choix puisqu'ils ne possèdent pas de sources d'énergie. Nous, nous avons le choix. Mais c'est là un choix qui n'est pas de mon ressort.

QUESTION

Une deuxième question, si vous voulez bien, sur ce que l'avenir nous réserve. Ne pensez-vous pas qu'avec les difficultés qui nous attendent à long terme au niveau de la lutte contre l'inflation, le temps est maintenant venu pour les gens de comprendre qu'ils devront accepter un niveau de vie plus bas s'ils veulent que le problème soit réglé?

M. BOUEY

En fait, je ne suis pas convaincu que le niveau de vie qu'il nous faudra accepter sera inférieur à ce qu'il est actuellement. Je n'en sais rien. Il est vrai que ces

dernières années, il n'y a pas eu d'augmentation marquée de la productivité, ou si vous voulez du rendement par travailleur. C'est évidemment ce qui permet la hausse du niveau de vie. J'espère que nous reviendrons bientôt dans le droit chemin et que le niveau de vie s'améliorera. La situation sera difficile pendant une année ou deux, mais je ne pense pas qu'il faille perdre espoir pour toujours.

QUESTION

Allez-vous abaisser bientôt les limites de la fourchette dans laquelle vous voulez maintenir la croissance de la masse monétaire?

M. BOUEY

Je pense que nous allons d'abord observer les conséquences qu'entraînent pour nous dans l'immédiat les taux d'intérêt américains avant de nous pencher sur cette question. Compte tenu du niveau actuel des taux d'intérêt, la masse monétaire ne va pas augmenter très rapidement. La question des limites de la fourchette-cible n'est donc pas urgente.

FIN