

---

NE PAS PUBLIER AVANT 13H15, HEURE NORMALE DE L'EST  
LE 13 NOVEMBRE 1980

---

---

ALLOCUTION PRONONCÉE PAR  
GERALD K. BOUEY  
GOUVERNEUR DE LA BANQUE DU CANADA  
DEVANT L'EMPIRE CLUB OF CANADA  
TORONTO (ONTARIO)  
LE 13 NOVEMBRE 1980

---

---

Allocution prononcée par  
Gerald K. Bouey  
Gouverneur de la Banque du Canada  
devant l'Empire Club of Canada  
Toronto (Ontario)  
le 13 novembre 1980

---

Au cours d'une séance du Comité parlementaire permanent des finances, du commerce et des questions économiques à laquelle j'ai participé il y a deux semaines, j'ai été frappé par les avantages qu'offre une tribune où le conférencier répond aux questions de son auditoire, car elle donne au conférencier la certitude qu'au moins une partie de ceux à qui il s'adresse s'intéresse à ses propos. Cette façon de procéder aide à remédier au problème de pertinence auquel fait face tout orateur. Elle permet d'éviter le piège dans lequel, prétend-on depuis longtemps, les économistes tombent souvent, celui de répondre à des questions que personne n'a posées. Bien sûr, le conférencier court alors le risque de se faire poser des questions auxquelles il ne sait trop que répondre. J'ai pensé qu'au cours de ce déjeuner-causerie du Empire Club, je pourrais m'inspirer de la formule des questions et réponses. Mais avec la prudence bien caractéristique des banques centrales, je choisirai moi-même parmi les questions qu'on me pose fréquemment celles auxquelles je répondrai aujourd'hui. Cela me paraît être une bonne façon de procéder! Passons donc tout de suite à la première question.

La question qu'on me pose le plus souvent ces jours-ci est la suivante: Pourquoi les taux d'intérêt sont-ils si élevés? La réponse: Principalement parce que le taux actuel et les taux prévus d'inflation sont tout aussi élevés. Si l'on tient compte du taux actuel d'inflation, on observe que les taux d'intérêt ne sont pas, à vrai dire, anormalement élevés. Si, pour obtenir une estimation approximative des taux d'intérêt "réels", on déduit des taux actuels d'intérêt l'augmentation de l'indice des prix à la consommation au cours des douze derniers mois, soit 10,7%, on obtient les résultats suivants: de 4 à 5% pour les prêts hypothécaires, de 3 à 3 1/4% pour les prêts consentis par les banques commerciales à leurs meilleurs clients et approximativement de 0 à 1% pour les formes d'épargne à court terme. Les taux d'intérêt ne sont pas assez élevés pour rapporter aux épargnants un revenu réel important avant impôt, ni même, dans beaucoup de cas, un revenu réel quelconque après impôt. Ils ne sont pas non plus assez élevés pour décourager les emprunteurs qui s'attendent à ce que les taux actuels d'inflation se maintiennent. Ces taux d'intérêt constituent un lourd fardeau pour d'autres emprunteurs qui ne pensaient pas devoir payer des taux si élevés, et il va de soi que j'en suis parfaitement conscient.

Une autre question pourrait se formuler ainsi: Pourquoi le Canada ne suit-il pas une politique monétaire plus autonome, de sorte que les taux d'intérêt canadiens ne soient pas liés si

étroitement à ceux des Etats-Unis? Je suis tenté de répondre à cette question par une autre question: N'avez-vous pas remarqué ce qui s'est produit cette année? Une comparaison même superficielle des variations des taux d'intérêt dans les deux pays montre qu'ils ont évolué dans des sens très différents à certains moments. Cette année, il y a eu entre les taux d'intérêt des marchés monétaires canadien et américain des écarts qui par moments dépassaient 4 points de pourcentage à l'avantage du Canada et, à d'autres moments, des écarts de plus de 3 points de pourcentage à l'avantage des Etats-Unis. Ces dernières semaines, ces taux ont été au Canada de 1 à 2 1/2 points de pourcentage moins élevés qu'aux Etats-Unis. Depuis un an, le taux de base canadien a été la plupart du temps inférieur au taux américain. Il a fluctué entre un sommet de 1 3/4 point de pourcentage de plus que le taux américain et un creux de 3 points de pourcentage de moins que ce dernier. Au moment de la préparation de cette allocution, il était de 1 1/2 à 1 3/4 point de pourcentage moins élevé. Les écarts entre les taux de rendement des obligations dans les deux pays ont également beaucoup varié. Le Canada n'est donc en aucune façon le 13<sup>e</sup> district de la Réserve fédérale. Si vous avez encore des doutes à ce sujet, demandez-vous lequel des districts de la Réserve fédérale a vu la valeur de sa monnaie diminuer au cours des quatre dernières années d'environ 17% par rapport à celles des autres districts. Je ne vois aucune fierté à tirer de cet exemple, mais il illustre ma pensée de façon convaincante.

La question-clé n'est pas de savoir dans quelle mesure l'évolution des taux d'intérêt canadiens peut diverger de celle des taux américains, mais dans quelle mesure elle devrait diverger. L'indépendance dans ce domaine a un prix. Tout compte fait, qu'est-ce qui serait le plus avantageux pour le Canada? Voilà la question qu'il faut se poser. Cette année, la Banque du Canada a pensé qu'il valait mieux pour notre pays que les taux d'intérêt canadiens enregistrent des fluctuations plus modérées que celles qu'ont subies les taux américains. Malgré tout, les taux d'intérêt ont encore été très instables au Canada, et ce, pour à peu près la même raison qu'aux Etats-Unis, parce que les perceptions qu'a le public de l'évolution prochaine de l'inflation varient énormément en fonction de chaque nouvelle qui vient éclairer l'actualité économique. La mesure dans laquelle la Banque juge bon de modérer ces hausses des taux d'intérêt est limitée par les préoccupations au sujet des incidences inflationnistes qu'auraient une nouvelle dépréciation du dollar canadien et une expansion monétaire excessive.

Les remarques que je viens de formuler ne suffiront pas à écarter ma prochaine question: Pourquoi la Banque du Canada se soucie-t-elle tant de l'inflation, plutôt que du chômage, à un moment où l'économie passe par une période de récession ou de faible croissance? La réponse est que les préoccupations de la Banque au sujet de l'inflation découlent directement de ses préoccupations au sujet du chômage et des revenus en termes réels. Nous estimons, à la Banque, que l'inflation constitue la

pire menace au bien-être économique et à la croissance de l'emploi au Canada pendant les années à venir. Nous ne devons pas compromettre les possibilités de croissance à long terme de l'emploi et de la production au pays en écartant les préoccupations qu'inspirent les perspectives inflationnistes dans le proche avenir. Le Directeur général du Fonds monétaire international a bien fait ressortir ce point dans le discours qu'il a prononcé le 30 septembre dernier à la réunion annuelle de cet organisme. Permettez-moi de citer quelques passages de ce discours où il aborde deux scénarios possibles sur lesquels le FMI s'est penché.

"Supposons tout d'abord que les pays industrialisés persévèrent dans leur lutte contre l'inflation. Ceci implique, étant donné l'état de "surinflation" qui caractérise aujourd'hui bon nombre de ces pays, qu'ils acceptent pendant quelque temps que ralentisse la croissance de leur demande nominale. On peut espérer, dans cette hypothèse, que l'inflation dans le monde industrialisé s'atténuera progressivement, que le taux de croissance moyen du produit national brut réel - faible au départ - augmentera et que le recyclage deviendra "gérable". Ce scénario n'est certes pas idéal, car il implique une aggravation du marasme économique. Il permettrait toutefois de reconstituer, d'ici le milieu des années quatre-vingts, un milieu économique plus propice à une croissance soutenable à long terme...

"Supposons maintenant que les politiques de régulation de la demande prennent très vite un tour expansionniste. Les taux de croissance pourraient alors s'accélérer vivement pendant une année ou deux, mais l'inflation redoublerait de vigueur et le prix du pétrole serait soumis à de nouvelles

pressions à la hausse. Il est probable qu'il se produirait alors un nouveau changement de cap dans le sens d'une limitation rigoureuse de la demande, qui provoquerait une chute des taux de croissance économique. Les pays dont la position extérieure est faible l'auraient encore détériorée et, vers le milieu de la décennie, le recyclage poserait des problèmes extrêmement graves. Nous aurions alors perdu plusieurs années dans la lutte contre l'inflation et les anticipations inflationnistes se seraient encore renforcées."

Ces remarques du Directeur général appellent une autre question, que je veux cette fois-ci vous poser. Jusqu'à ces derniers temps, le problème de l'inflation n'existait généralement pas en temps de paix. Quelle était donc la méthode employée auparavant pour le prévenir? Avant que quelqu'un se précipite pour donner la réponse, je vais le faire moi-même comme promis. Auparavant, ce qui prévenait l'inflation, c'était le jeu des forces du marché étant donné que les pressions de la demande n'étaient que rarement fortes au point de permettre d'augmenter facilement et rapidement les prix des biens et des services. Ce qui empêchait une inflation rapide, c'était le fait que toute entreprise ordinaire qui augmentait ses prix dans des proportions considérables risquait de voir une partie de sa clientèle la délaisser pour s'approvisionner chez des concurrents. Pour survivre, les entreprises n'avaient d'autre choix que de contenir leurs coûts, y compris les coûts en main-d'oeuvre; par ailleurs, les employés ne pouvaient exercer de trop fortes pressions pour obtenir des augmentations de salaires s'ils tenaient à ce que l'entreprise où ils travaillaient et leurs propres postes

continuent d'exister. C'était tout ce qui contenait l'inflation, exception faite des contrôles de prix et de salaires appliqués pendant de courtes périodes. C'est tout ce qui empêche maintenant l'inflation de s'aggraver davantage. Je ne veux pas dire par là qu'on ne pourrait pas prendre des mesures visant à élever le niveau d'activité auquel l'économie canadienne peut fonctionner sans aggraver l'inflation; d'ailleurs, je me propose de revenir sur ce point. Je veux simplement dire que l'inflation ne sera jamais maîtrisée tant que le niveau général de la dépense pourra s'élever à un rythme tel que les marchés pourront aisément absorber de fortes augmentations des prix et des coûts.

Cette affirmation est en fait la réponse à ma prochaine question: Quel est alors le rôle de la politique monétaire? La politique monétaire vise principalement à contenir le taux d'expansion monétaire, ce qui influence indirectement le niveau général de la dépense en biens et en services. Ce sont les taux d'intérêt qui relient le taux d'expansion monétaire au niveau général de la dépense. Ces taux sont déterminés par le jeu d'un grand nombre de forces économiques, notamment le rythme auquel la Banque du Canada permet à la masse monétaire de croître. Les relèvements des taux d'intérêt tendent à décourager la dépense, et inversement les baisses des taux d'intérêt tendent à la stimuler. Les modifications du niveau général de la dépense engendrent à leur tour une certaine variation de la production réelle associée à une certaine variation du niveau des prix.



La mesure dans laquelle une variation du niveau de la demande se traduit par une variation du niveau des prix dépend largement du niveau de l'activité économique par rapport à la capacité effective de production. Quel est le niveau d'activité et d'emploi compatible avec une baisse tendancielle du taux d'inflation? Je dirais que cela dépend fondamentalement du degré de sensibilité des prix et des coûts aux variations du niveau général de la dépense, sensibilité qui dépend à son tour de la souplesse des mécanismes et des pratiques qui interviennent dans la détermination des prix et des coûts. Plus les augmentations de prix et de coûts sont insensibles à une modération des pressions de la dépense, plus le niveau de l'activité doit baisser pour que l'inflation diminue. Aussi doit-on accueillir très favorablement tout ce qui peut augmenter le degré de sensibilité des prix et des coûts à une atténuation des pressions de la demande, car cela réduira l'incidence négative que les politiques anti-inflationnistes ont à court terme sur la production réelle et sur l'emploi. Il va donc de soi qu'un pays dont l'économie dépend principalement des politiques conçues en fonction des marchés, telles les politiques monétaire et budgétaire, est obligé de se soucier du bon fonctionnement de ces marchés.

Quels sont les facteurs qui tendent à rendre les augmentations des coûts et des prix insensibles à un ralentissement de la croissance de la dépense globale? Ces facteurs sont nombreux. J'aimerais placer en tête de liste les anticipations au sujet de l'évolution de l'inflation. Lorsque les anticipations

inflationnistes sont fortes, les augmentations des coûts et des prix deviennent moins sensibles au ralentissement de la croissance de la dépense globale, ce qui entraîne une baisse inopportune du niveau de la production et de l'emploi pendant la transition à une inflation moins rapide. C'est pourquoi la nécessité de s'attaquer aux anticipations inflationnistes constitue un aspect si important de la politique anti-inflationniste. C'est également pour cette raison qu'il est si important que les politiques des pouvoirs publics, y compris la politique monétaire, soient résolument orientées vers la réduction du taux d'inflation et soient perçues comme telles.

D'autres facteurs concourent également à réduire le degré de sensibilité des prix et des coûts à une modération de la tendance de la dépense globale. En effet, il y a dans l'économie des secteurs que les politiques des pouvoirs publics ont mis dans une large mesure à l'abri de la discipline des marchés et d'autres secteurs où, en pratique, ne prédomine pas une concurrence libre et intense. Les attitudes générales ont aussi une certaine importance. Nous risquons d'en arriver à la conclusion que non seulement tout le monde devrait obtenir une compensation pour les augmentations des prix à la consommation, mais aussi que nous avons tous droit à un meilleur niveau de vie, que nous ayons ou non travaillé pour le mériter. Le fait est que, cette année, l'économie canadienne ne produit pas assez pour maintenir à son niveau actuel le revenu réel moyen par habitant, encore moins pour l'augmenter.

Parce que, dans la pratique, le recours à la politique monétaire pour modérer les pressions excessives de la dépense entraîne un ralentissement temporaire de la croissance de la production et de l'emploi, certains observateurs croient que le prix en est trop élevé et pour cette raison posent la question suivante: Pourquoi la Banque du Canada persiste-t-elle à appliquer la politique actuelle? Quelquefois, la question est formulée d'une autre façon: Pourquoi la Banque ne fait-elle pas baisser les taux d'intérêt? Quelle que soit la façon dont elle est formulée, la question se ramène à demander pourquoi la Banque du Canada ne permet pas une expansion monétaire plus rapide et par voie de conséquence une inflation plus rapide. Je crois que beaucoup de ceux qui posent cette question souhaitent sincèrement voir maîtriser l'inflation et le fait de la poser dénote qu'il y a dans leur esprit une certaine confusion.

Si je dis confusion, c'est parce qu'aucune stratégie ne peut venir à bout de l'inflation si elle ne s'accompagne d'un contrôle ferme et soutenu de l'expansion monétaire. Cette proposition est aussi bien fondée que n'importe quel postulat de la science économique, et il est indispensable de l'accepter si l'on veut engager un débat fructueux sur la façon de maîtriser l'inflation. Toutefois, il faut se garder de conclure de cette proposition que le contrôle de l'expansion monétaire peut à lui seul maîtriser l'inflation et assurer la bonne marche de l'économie sous tous ses aspects. C'est un point de vue que la Banque du Canada n'a jamais soutenu. D'autres politiques et d'autres

mécanismes apportent aussi une contribution très importante. Il faut surtout retenir ici que, quels que soient les choix opérés dans des domaines comme la politique budgétaire ou les politiques dites de régulation de l'offre, ou même dans le cas exceptionnel des contrôles des prix et des revenus, il y a un élément indispensable à tout ensemble de mesures susceptibles de garantir un fonctionnement adéquat de l'économie: éviter toute expansion monétaire excessive.

Même si une telle conception du rôle que doit assumer une banque centrale dans la lutte contre l'inflation est, à mon avis, inattaquable, je reconnais volontiers qu'il puisse exister à l'intérieur de ce cadre général des divergences sur les aspects pratiques de la mise en oeuvre de la politique monétaire. Je voudrais aborder ce sujet, mais puisque j'ai choisi de faire mon exposé selon la formule des questions et réponses, je dois poser ce problème sous la forme d'une question. J'en choisirai une qui en fait a déjà été posée: Est-ce que les politiques de la Banque s'appuient sur des théories monétaristes exagérément simplistes?

Certains semblent croire qu'un curieux phénomène s'est produit à la Banque il y a quelques années. Pendant qu'ils s'apprêtaient à engager un combat contre l'inflation, quelques-uns des dirigeants de la Banque auraient eu une vision - on insiste parfois sur ce fait - et se seraient subitement convertis à une nouvelle religion sensationnelle, le monétarisme. Je dois confesser que j'étais en poste à ce moment-là, mais j'ajouterai qu'il ne s'est rien produit d'aussi spectaculaire. Il est vrai

7?

que nous n'étions pas satisfaits des résultats de notre politique monétaire et que nous cherchions les moyens d'améliorer cette politique. Il est également vrai que nous avons choisi des taux-cibles pour nous aider à maintenir l'expansion monétaire à l'intérieur de limites dictées par la prudence. Si nous avons opté pour ces cibles, c'est parce que nos recherches démontraient qu'il existait au Canada une relation assez étroite entre la tendance de  $M_1$  - soit la masse monétaire au sens strict, qui comprend la monnaie et les dépôts à vue - et la tendance de la dépense globale. L'utilisation de cibles monétaires implique nécessairement la formulation d'une politique monétaire orientée vers le moyen terme. Aussi le fait d'adopter une telle approche équivalait-il à admettre que les délais de réponse existant entre le moment de l'adoption des mesures et celui où les effets se produisent dans l'économie étaient trop longs pour que l'économie pût réagir à toutes les fluctuations à court terme de l'activité économique. Ceci a constitué aussi un changement dans notre façon de concevoir la mise en oeuvre des politiques. Mais notre conversion ne portait que sur ces points-là. Je vous assure que dans les évaluations constantes que nous faisons de notre politique, nous ne considérons pas uniquement l'expansion monétaire et que nous tenons compte, comme auparavant, de tous les indicateurs dont nous disposons.

Je suppose qu'il était inévitable que nous nous fassions qualifier de "monétaristes" parce que nous avons choisi des cibles monétaires. Cette étiquette m'a été accolée pour la

première fois en 1975, à la suite d'un discours où, après avoir souligné qu'il fallait, au nom de l'intérêt public, arrêter et renverser la tendance à l'aggravation du processus inflationniste, j'ajoutais: "Quelles que soient les autres mesures qu'il convient de prendre pour maîtriser l'inflation, il est absolument indispensable de maintenir le rythme de l'expansion monétaire dans des limites raisonnables. Tout programme qui ne tiendrait pas compte de cette exigence serait voué à l'échec. Il n'existe aucune formule qui permette de sauvegarder la valeur de la monnaie quand on en crée à l'excès." Comme vous le voyez, j'ai dit à peu près la même chose aujourd'hui. Je continue à croire à ces idées. Suis-je pour autant un "monétariste"? Si oui, peu d'entre nous ne le sont pas ces temps-ci. Mais parfois, le mot "monétariste" semble avoir un autre sens. La prochaine fois que vous verrez ou entendrez quelqu'un utiliser le terme "monétariste", demandez-vous ce qu'il veut dire. Méfiez-vous des étiquettes; contrairement à ce qu'on voudrait parfois vous faire croire, les gens qui réfléchissent sur la politique économique ne se répartissent pas en deux camps clairement définis, les monétaristes et les keynésiens.

La Banque du Canada ne met pas en oeuvre de façon inflexible la politique axée sur la masse monétaire. Non seulement la fourchette que nous avons choisie est-elle relativement large, mais nous accepterions également que la masse monétaire s'en écarte pendant un certain temps si un nombre suffisant de motifs économiques valables venaient justifier cet écart; et, dans ce

cas, nous nous sentirions tenus d'en donner les raisons. De plus, dans le cadre général où s'inscrivent nos objectifs monétaires, nous ne voyons aucune raison de ne pas opposer à court terme une certaine résistance lorsque la conjoncture sur les marchés de change se détériore ou encore de ne pas atténuer à court terme les fluctuations extrêmes des taux d'intérêt sur le marché monétaire canadien. En longue période, les variations du cours du dollar canadien doivent être compatibles avec nos objectifs monétaires, mais en courte période, nous ne voyons pas pourquoi il nous serait interdit d'opposer une résistance aux changements susceptibles de compliquer la réalisation de ces objectifs. Dans certaines circonstances, par exemple, une baisse significative du cours du dollar canadien, causée par une relation inusitée entre les taux d'intérêt canadiens et américains, non seulement intensifierait presque immédiatement les pressions à la hausse sur la dépense et les prix, mais avant longtemps elle menacerait d'intensifier aussi les pressions à la hausse sur les salaires négociés et par conséquent sur nos coûts de production. Je sais que certains théoriciens du domaine de la monnaie sont mal à l'aise lorsqu'ils entendent des remarques de ce genre parce qu'ils croient que les banques centrales essaient de courir trois lièvres à la fois: la masse monétaire, le taux de change et les taux d'intérêt. Je serais peut-être d'accord avec eux si la masse monétaire suivait toujours de près un profil qu'on pouvait prévoir avec une grande précision mais comme il arrive que sa relation avec la dépense globale tend parfois à s'écarter un peu

du minimum et du maximum de la bande-cible, je ne crois pas que ce soit une si mauvaise idée de surveiller également, au moins à court terme, les deux autres lièvres.

La lutte contre l'inflation n'est jamais une tâche de tout repos. Elle ne l'a pas été pendant les cinq dernières années, période durant laquelle nous avons poursuivi des objectifs de croissance monétaire, et j'avoue que je suis un peu déçu des résultats obtenus jusqu'à maintenant. Je suis persuadé néanmoins que les résultats auraient été encore plus décevants si nous avions laissé la masse monétaire croître plus rapidement qu'elle ne l'a fait. Aujourd'hui, avec le recul et en tenant compte de certains des phénomènes économiques et financiers, en grande partie imprévisibles, qui sont survenus pendant cette période, il semble qu'il aurait mieux valu que le ralentissement, amorcé en 1975, du rythme excessivement rapide de croissance monétaire fût moins progressif; l'incidence sur l'inflation aurait alors été plus marquée. Il n'en demeure pas moins que ce taux est présentement beaucoup moins élevé qu'il ne l'était il y a cinq ans, et je crois que notre politique monétaire aura dans le proche avenir une influence plus forte sur la tendance de la dépense globale et, par conséquent, sur le taux d'inflation que celle qu'elle a eue ces derniers temps. ✓

J'ai la profonde conviction qu'une banque centrale devrait exercer et maintenir un contrôle ferme sur le taux d'expansion monétaire et qu'elle devrait s'armer de patience et de détermination pour persister dans cette voie aussi longtemps qu'il le



faudra. Elle doit pour cela faire preuve de beaucoup de patience. L'économie mondiale est fortement inflationniste et elle est assaillie de nombreux problèmes parmi lesquels on peut citer la situation précaire au Moyen-Orient et les profonds déséquilibres des paiements provoqués par les derniers relèvements des prix du pétrole. Il y a certaines hausses de prix inévitables que nous devons absorber sans qu'elles provoquent une nouvelle escalade du niveau global des prix. Ces hausses semblent devoir toucher les produits alimentaires au cours des quelque douze prochains mois et l'énergie pendant des années. De toute évidence, la lutte contre l'inflation sera longue. Cela m'amène à poser cette dernière question: la Banque du Canada aura-t-elle la patience et la détermination nécessaires pour ne pas dévier de la voie qu'elle s'est tracée? A cela je répondrai qu'elle n'a pas d'autre choix. Elle ne peut abandonner la lutte car elle manquerait ainsi à la mission que lui confie la Loi sur la Banque du Canada, qui est de "réglementer le crédit et la monnaie dans le meilleur intérêt de la vie économique de la nation." C'est là notre devoir et nous n'avons pas l'intention d'y renoncer.