
NE PAS PUBLIER AVANT 13 H 15, HEURE NORMALE DE L'EST
LE 1^{er} DÉCEMBRE 1981

ALLOCUTION PRONONCÉE PAR
GERALD K. BOUEY
GOUVERNEUR DE LA BANQUE DU CANADA
À
LA CHAMBRE DE COMMERCE DE MONTRÉAL
MONTRÉAL (QUÉBEC)
LE 1^{er} DÉCEMBRE 1981

Je suis très heureux d'avoir l'occasion de venir causer avec vous aujourd'hui. La conjoncture économique a changé, et j'aimerais faire quelques commentaires sur la nouvelle situation et sur la politique monétaire que nous suivons à l'heure actuelle.

Après avoir connu une bonne croissance pendant près d'un an, l'économie canadienne est entrée dans une phase de ralentissement. On observe une tendance similaire aux États-Unis, et, à travers le monde, la tendance de l'activité économique est en général plutôt faible.

Ma première remarque, c'est que ce ralentissement ne signifie pas que nous devrions cesser de nous préoccuper de notre problème fondamental, qui est l'inflation. Il ne signifie pas que nous devrions nous préoccuper uniquement du problème immédiat que pose le rythme peu satisfaisant de notre croissance économique au cours des mois à venir. Les liens entre l'inflation et la croissance sont beaucoup trop étroits pour cela. A long terme, la persistance de l'inflation compromet de plus en plus les perspectives d'accroissement de la production et de l'emploi. Et comme la lutte contre l'inflation est aussi une lutte pour une croissance soutenue, nous devons poursuivre cette lutte.

Ma deuxième remarque au sujet de l'évolution économique actuelle est la suivante : bien que les pressions de la dépense se soient atténuées dans de nombreux secteurs de l'économie, cela ne s'est pas traduit jusqu'ici par une baisse marquée du taux global d'inflation. Ce taux s'est en effet maintenu ces derniers temps à près de 13 %. Cela a plutôt engendré une chute du taux de croissance des ventes et de la production. Ce genre de situation est malheureusement typique de la manière dont les économies de marché réagissent dans un premier temps à un affaiblissement de la dépense globale. Ce serait bien mieux s'il en était autrement! Ce serait beaucoup mieux si une modération de la dépense en dollars courants entraînait presque immédiatement un ralentissement comparable de la hausse des coûts et des prix. La production et l'emploi n'en seraient ainsi guère touchés. Mais dans la réalité les choses ne se passent pas comme cela.

Nous devons donc accepter le fait que la diminution de la production est, dans de nombreux secteurs de l'économie, la première conséquence d'un affaiblissement du marché. Certaines entreprises continuent pendant quelque temps d'augmenter leurs prix presque autant qu'auparavant, même si cela signifie, en réalité, qu'elles cessent d'être compétitives. Certains groupes de travailleurs continuent de réclamer des augmentations de

salaire relativement élevées même si cela signifie des pertes d'emplois pour un grand nombre de leurs membres. Lorsque la demande et l'emploi faiblissent, ce n'est donc qu'après un certain délai que l'ajustement se traduit par une modération de la hausse des coûts et des prix. Il ne sert à rien de prétendre qu'il est possible d'éviter complètement une période difficile de transition s'il faut contenir l'inflation par des politiques restrictives qui agissent par le biais des forces du marché. Si, pour aplanir ces difficultés, on a recours à des contrôles directs, soit une intervention systématique de l'État dans le processus de fixation des prix et des revenus, on suscite alors une foule d'autres problèmes.

La Banque du Canada a orienté sa politique monétaire de façon à contribuer à renverser la tendance à l'aggravation de l'inflation. Ce faisant, elle s'est particulièrement préoccupée de minimiser, durant la période de transition, les perturbations au niveau de la croissance de l'emploi et de la production. C'est pourquoi elle a cherché à ralentir le rythme d'expansion monétaire de manière progressive. En 1975, au terme d'une période d'expansion monétaire rapide, elle a fixé à 10 et 15 % l'an les limites de la fourchette-cible de croissance de la masse monétaire, qui sont calculées en fonction de la croissance de la monnaie hors banques et des dépôts à vue, soit M1; puis,

elle les a réduites de façon très graduelle au cours des cinq années suivantes, les faisant passer à 8 et 12%, 7 et 11%, 6 et 10%, 5 et 9%, et aux niveaux actuels de 4 et 8%.

Cette politique visait à permettre une expansion de l'activité économique tant et aussi longtemps que le taux d'inflation diminuerait. On s'attendait à des progrès graduels, rien de plus. Notre politique reposait sur l'idée fondamentale que, pour maîtriser l'inflation, il était indispensable de maintenir le taux d'expansion monétaire dans des limites raisonnables, quelles que soient les autres mesures qui devaient être prises. Dès le début, la Banque a fait clairement savoir qu'elle n'était pas disposée à laisser la masse monétaire s'accroître au point de financer n'importe quel taux d'inflation, si élevé soit-il. Cela signifiait à toutes fins utiles que si le taux élevé d'inflation se maintenait, les taux d'intérêt monteraient tellement qu'ils ralentiraient la croissance de la dépense globale, ce qui freinerait l'inflation.

Il est regrettable que cette politique n'ait pas fait baisser le taux d'inflation au cours des dernières années. Il y a plusieurs raisons à cela. Tout d'abord, nous avons été peut-être trop prudents, pendant un certain temps, dans la mise en oeuvre de la politique monétaire. Nous nous sommes trop

préoccupés des effets négatifs que cette politique pourrait avoir à court terme sur la croissance de la production en termes réels. Parmi les autres causes que je considère comme très importantes, il y a eu l'escalade des coûts de l'énergie, le curieux ralentissement de la productivité et les pressions à la hausse que l'inflation d'origine étrangère a exercées sur les prix. Ces pressions ont été renforcées par la baisse du dollar canadien, qui est tombé de plus de 100 cents É.-U. à environ 83 cents É.-U. De plus, la politique des pouvoirs publics n'a pas été, dans beaucoup d'autres domaines, aussi anti-inflationniste qu'on l'aurait souhaité.

Une des très graves conséquences de cet état de choses, c'est que les gens ont pris l'habitude d'anticiper des taux élevés et croissants d'inflation. Ces anticipations sont maintenant profondément ancrées dans les mentalités. Elles se sont renforcées à mesure qu'elles étaient confirmées par les faits. Spéculer sur l'inflation était devenu rentable. L'idée que l'inflation allait continuer renforçait à son tour le processus inflationniste. C'est pourquoi l'inflation a résisté aussi vigoureusement et pendant si longtemps à la hausse de plus en plus marquée des taux d'intérêt qui a accompagné le ralentissement progressif de l'expansion monétaire. Même à des taux hypothécaires de 16%, par exemple, les prix des maisons ont

fait l'objet d'une surenchère qui les a portés à des niveaux extrêmement élevés. Les grandes sociétés ont continué d'acheter d'autres grandes sociétés, finançant souvent ces opérations à des taux d'intérêt très hauts comparativement à ceux que nous avons connus dans le passé. En dépit de ces forts taux d'intérêt, l'expansion du crédit a continué à un rythme extraordinaire. Voici un autre exemple des effets que les attentes de hausse continue des prix ont sur l'inflation : dans bien des cas, les employés ont demandé, et les employeurs ont accordé, des augmentations de salaires qui, étant donné les tendances de la productivité, n'étaient possibles que si elles étaient financées par une nouvelle aggravation de l'inflation.

Dans un contexte de contraintes monétaires, le processus inflationniste qui existait au Canada et celui qui lui était très similaire aux États-Unis ont fait monter les taux d'intérêt à des niveaux extrêmement élevés. Les taux à court terme ont atteint leur sommet au début du mois d'août. A ce moment-là, la Banque du Canada s'est trouvée placée devant des choix qui lui étaient tous désagréables. D'un côté, des taux d'intérêt beaucoup plus bas se seraient accompagnés d'une forte chute du taux de change du dollar canadien, ce qui, dans les circonstances, aurait aggravé les pressions inflationnistes et renforcé les anticipations de hausse continue des prix. Par

exemple, lorsque les taux d'intérêt à court terme étaient à leur sommet, soit 22 3/4% dans le cas du taux de base des prêts bancaires, le dollar canadien valait moins de 80 1/2 cents É.-U.. La baisse aurait certainement été beaucoup plus grande si on ne lui avait opposé une si forte résistance. D'un autre côté, nous savions fort bien, à la Banque du Canada, que les taux d'intérêt avaient atteint un tel niveau qu'ils créaient de graves problèmes pour de nombreux Canadiens. Nous n'aimons pas les taux d'intérêt élevés et nous ne voulons pas qu'ils soient plus hauts que ne semble l'exiger l'intérêt économique à long terme du pays.

Depuis lors, les taux d'intérêt sont à la baisse, et les taux à court terme sont maintenant d'environ 6 points moins élevés que les sommets atteints en août. La dépense globale s'est considérablement modérée et le taux d'expansion de la masse monétaire est maintenant bas par rapport à la fourchette visée par la Banque. Cela est vrai même si l'on tient compte de certaines déviations enregistrées par M1 en raison des modifications des pratiques institutionnelles. Les taux d'intérêt ayant aussi chuté aux États-Unis, les taux d'intérêt canadiens ont pu baisser sans que le dollar canadien ne faiblisse. La remontée du cours du dollar canadien à partir de son creux a été favorisée par un élargissement des écarts entre les taux américains et canadiens, ainsi que par les ententes sur

le prix de l'énergie. De plus, la demande faite aux banques par le ministre des Finances de limiter le financement des prises de contrôle de sociétés étrangères a contribué à cette amélioration.

Même après le recul considérable enregistré depuis le mois d'août, les taux d'intérêt semblent toujours élevés par rapport à leurs niveaux antérieurs. J'aimerais donc vous dire deux choses au sujet du niveau actuel des taux d'intérêt. Premièrement, ces taux ne sont plus extrêmement élevés si l'on tient compte du très fort taux d'inflation que connaît le Canada à l'heure actuelle. Deuxièmement, on soutient souvent que nos taux devraient être abaissés aux mêmes niveaux que ceux des États-Unis, mais on oublie que l'inflation est maintenant beaucoup plus forte au Canada qu'aux États-Unis. En outre, les augmentations de salaire au Canada sont de loin supérieures à celles des États-Unis, et l'écart se creuse depuis quelque temps. De fait, la possibilité d'une nouvelle aggravation de l'inflation au Canada par rapport aux États-Unis est une cause réelle d'inquiétude.

Bien sûr, les gens sont insatisfaits et mécontents du niveau élevé des taux d'intérêt. Ce mécontentement est dirigé en partie contre les banques et les autres institutions

financières. Mais cela n'est pas justifié, car ces institutions ne sont pas responsables du niveau général des taux d'intérêt. Elles tirent leurs revenus de la marge entre les taux qu'elles paient sur leurs dépôts et les taux auxquels elles accordent leurs prêts, et ce, tout en se faisant concurrence. Toute réduction concevable de cet écart, qui varie constamment, n'aurait qu'un effet plutôt mineur sur les taux des prêts.

Que les pouvoirs publics orientent leur politique de façon à combattre l'inflation, cela n'est guère nouveau. Ce qui est nouveau cette fois-ci, c'est le rôle majeur que les taux d'intérêt ont joué, non seulement au Canada, mais aussi dans d'autres pays. Cela s'explique en partie par une détermination plus ferme de maîtriser le rythme d'expansion monétaire dans un grand nombre de pays. La grande flambée inflationniste du début de la dernière décennie s'était accompagnée dans un grand nombre de pays d'un taux d'expansion monétaire très élevé, et les autorités ont tiré de cette expérience les conclusions qui s'imposaient. Mais, comme je l'ai souvent mentionné, le fait d'éviter une expansion monétaire excessive n'est pas une condition suffisante pour assurer le bon fonctionnement de l'économie; la politique budgétaire et les autres politiques économiques ont également un rôle très important à jouer. Un bon dosage des politiques monétaire et budgétaire ainsi que des

autres politiques économiques permettrait de combattre l'inflation sans exercer sur les taux d'intérêt toutes les pressions à la hausse qui seraient autrement nécessaires. A cet égard, le budget que vient de présenter le ministre des Finances visait à réaliser un meilleur équilibre.

Le problème de trouver le meilleur dosage de ces politiques n'est pas particulier au Canada. Aux États-Unis, comme ailleurs dans le monde, la conjugaison de contraintes monétaires et d'importants déficits budgétaires ont également engendré, dans ce climat inflationniste, des taux d'intérêt très élevés. A tout prendre, le déséquilibre des politiques n'a pas été pire aux États-Unis que dans un grand nombre d'autres pays, mais à cause de l'importance de ce pays dans l'économie mondiale, il a eu des répercussions beaucoup plus considérables à travers le monde. Je crois que nous sommes mal placés, en tant que Canadiens, pour critiquer les politiques économiques américaines, parce que notre propre dosage a souvent été moins bien équilibré qu'on ne l'aurait souhaité.

Il a été prouvé au cours des derniers mois que les taux d'intérêt peuvent effectivement ralentir la croissance de la dépense lorsqu'on leur permet d'atteindre des niveaux élevés. La preuve a été faite récemment qu'on court bien des risques en

empruntant pour spéculer sur l'inflation. Cette preuve comporte des leçons salutaires. De plus, les épargnants ont reçu, pour leurs économies, un intérêt plus raisonnable que celui qu'ils recevaient depuis de nombreuses années. J'espère, toutefois, que nous avons appris quelque chose de l'expérience vécue récemment au Canada et à l'étranger. En misant autant qu'on l'a fait sur la politique monétaire et sur les taux d'intérêt pour lutter contre l'inflation, on crée d'énormes difficultés. On fait alors porter une très grande partie du fardeau de l'ajustement par des groupes particuliers de la société.

Je ne vois pas comment on pourrait régler de façon satisfaisante plusieurs des problèmes auxquels font face les divers groupes de la société, si ce n'est en réduisant fortement le taux d'inflation et en le maintenant à un bas niveau. Alors seulement sera-t-il possible d'avoir des taux d'intérêt peu élevés, comme la grande majorité d'entre nous le désire. On se plaît parfois à rappeler qu'il fut un temps où les taux d'intérêt hypothécaires ne dépassaient pas en général les 6 %. Si vous avez bonne mémoire, vous vous souviendrez également qu'il n'y avait presque pas d'inflation à ce moment-là. Avant qu'une telle situation ne se reproduise, l'économie devra connaître d'importants ajustements.

La transition à une conjoncture moins inflationniste se fera plus ou moins péniblement selon la souplesse avec laquelle les prix et les revenus s'ajusteront à deux facteurs qui influencent présentement les marchés : l'affaiblissement de la demande et l'accroissement de la concurrence.

La conjoncture actuelle ne se prête plus à la persistance d'une inflation aiguë. Il y a maintenant un risque réel que les hausses importantes de prix et de coûts se retournent contre ceux-là mêmes qui les ont exigées. En effet, il n'y a plus sur les marchés autant de gens avides d'acheter et prêts à payer n'importe quel prix. Il n'est plus possible de faire absorber par les consommateurs les augmentations de coûts aussi facilement que cela se faisait auparavant. Telle est la discipline de marché qui sert à contenir l'inflation et à laquelle nous nous sommes toujours fiés dans notre système économique de libre entreprise. Et telle est la discipline sur laquelle nous devons continuer de compter si nous voulons bénéficier des avantages considérables que procure une économie souple et dynamique.

J'ai déjà mentionné quelques-unes des raisons pour lesquelles on ne peut espérer que la transition à une conjoncture moins inflationniste se fasse rapidement et facilement. L'une

d'elles est que la plupart des traitements et des salaires de même qu'un grand nombre de prix ne s'ajustent généralement qu'avec un certain retard aux changements de la conjoncture économique. Une autre raison, c'est que les craintes et les attentes d'une aggravation de l'inflation sont bien ancrées. Elles peuvent donc continuer, pendant un certain temps, d'influencer fortement le climat dans lequel évoluent les salaires et les prix. Les pouvoirs publics doivent convaincre la population qu'ils sont capables de conserver l'orientation anti-inflationniste de leurs politiques.

Nous devons admettre que, sous bien des aspects, nos marchés intérieurs sont moins souples qu'ils ne le devraient. Ces manques de souplesse ont tendance à rendre l'ajustement à une conjoncture moins inflationniste beaucoup plus ardu et pénible qu'il ne serait autrement. Dans la mesure où les entreprises, les syndicats, les offices de commercialisation et les organismes similaires ont le pouvoir de s'opposer à cet ajustement et s'en servent; dans la mesure où ils ont le pouvoir de faire porter à d'autres le poids des ajustements nécessaires, la transition sera non seulement plus pénible mais aussi moins équitable.

Les problèmes liés au ralentissement actuel de la croissance de la dépense globale au Canada sont inévitables dans une certaine mesure si nous voulons réduire le taux d'inflation

et asseoir notre prospérité économique future sur des bases solides. Plus vite nous accepterons qu'un accroissement plus modéré de la dépense implique, pour chacun d'entre nous, un accroissement plus modéré des revenus et des prix, meilleure sera l'évolution de l'emploi, de la production et des revenus réels durant les prochains mois. L'intérêt national exige que chacun réagisse de façon réaliste à la modification de la conjoncture économique. En tant que Canadiens, nous devons tous espérer qu'il en soit ainsi et travailler en ce sens.