
NE PAS PUBLIER AVANT 13 H, HEURE NORMALE DU CENTRE
LE 6 MAI 1981

ALLOCUTION PRONONCÉE PAR GERALD K. BOUEY
GOUVERNEUR DE LA BANQUE DU CANADA
À LA CONFÉRENCE ORGANISÉE
PAR LA CHAMBRE DE COMMERCE DE LA SASKATCHEWAN SUR LE THÈME
BUSINESS OUTLOOK CONFERENCE
À MOOSE JAW, SASKATCHEWAN
LE 6 MAI 1981

LIBRARY FILE COPY
EXEMPLAIRE DE LA BIBLIOTHÈQUE

Allocution prononcée par
Gerald K. Bouey
Gouverneur de la Banque du Canada
à la conférence organisée par la
Chambre de commerce de la
Saskatchewan sur le thème
Business Outlook Conference
à Moose Jaw, Saskatchewan
le 6 mai 1981

Je suis particulièrement heureux de pouvoir participer à cette conférence sur les perspectives des affaires organisée par la Chambre de commerce de la Saskatchewan, bien que je n'aie pas l'intention de faire de prévisions à court terme sur l'évolution de l'activité économique. Je n'ai pas l'habitude de faire en public de prévisions économiques et, de toute façon, il y a à cette conférence d'autres personnes qui le feront. Ce dont je voudrais plutôt vous entretenir, c'est de la politique monétaire, c'est-à-dire de la régulation de la masse monétaire et des taux d'intérêt, deux éléments qui sont appelés à jouer un rôle important dans l'évolution future de l'inflation et de l'activité économique dans notre pays. Je me permettrai cependant de faire une prévision en disant qu'il est improbable que les taux d'intérêt fléchissent de façon notable tant que des signes d'un ralentissement de l'inflation n'auront pas été observés.

Je sais fort bien, en faisant cette affirmation, que les taux d'intérêt élevés engendrent une situation difficile, même pénible, pour un grand nombre d'entre vous. Je peux vous assurer que la Banque du Canada ne désire aucunement vous

créer des problèmes sans raison valable. Les liens qui m'unissent à cette région sont très étroits, et je comprends les nombreuses difficultés auxquelles doivent déjà faire face les fermiers et les hommes d'affaires de la Saskatchewan, qui fonctionnent dans une économie que les conditions atmosphériques et la conjoncture des marchés mondiaux peuvent gravement perturber à n'importe quel moment. Mais je suis également conscient du fait que l'inflation peut vous causer beaucoup d'ennuis, étant donné les répercussions qu'elle a sur les prix de l'outillage et des biens d'équipement et sur les autres coûts de production. Ce que nous désirons voir à la Banque du Canada, c'est à la fois un ralentissement du rythme d'inflation et un fléchissement des taux d'intérêt, car les taux d'intérêt ne pourront baisser de façon significative que si l'inflation ralentit de façon significative.

Les taux d'intérêt ont atteint tout récemment des niveaux records. Ils ont même dépassé les sommets de décembre dernier, qui paraissaient alors si élevés qu'on ne pensait pas qu'ils pourraient se maintenir pendant longtemps. Pourquoi cela s'est-il produit? La principale raison, c'est que les pressions à la hausse dont les taux d'intérêt étaient l'objet se sont intensifiées en raison de la demande de crédit vigoureuse engendrée par l'action conjuguée de la forte croissance de la production et de l'aggravation de l'inflation et des

anticipations inflationnistes. Ces pressions sur les taux d'intérêt ont été renforcées par la tenue relativement faible du dollar canadien par rapport au dollar É.-U.

La croissance réelle de l'économie canadienne au cours des trois derniers trimestres a été étonnamment forte, beaucoup plus forte qu'on ne semble le croire en général. De fait, il existe apparemment d'un bout à l'autre du pays le sentiment généralisé, mais faux, que le niveau de l'activité économique est très bas et que la croissance est presque nulle. La vérité à ce sujet, c'est qu'après la reprise modérée du troisième trimestre de l'année dernière, la production s'est accrue en termes réels à un taux annualisé de plus de 8 % au dernier trimestre de 1980 et probablement à un taux de 4 à 6 % au premier trimestre de l'année en cours. Ces taux de croissance sont de loin supérieurs à ceux que l'économie canadienne peut, selon toutes les estimations réalistes, maintenir en longue période. L'une des causes importantes de la croissance de l'activité économique au cours de cette période a été l'excellente tenue du commerce extérieur canadien. Les statistiques de nos échanges avec l'étranger reflètent la grande amélioration qu'a connue la position concurrentielle de l'économie canadienne par suite de l'ajustement majeur dont le taux de change a été l'objet depuis quelques années. Le taux élevé de croissance de la

production en termes réels enregistré ces derniers temps au Canada s'est accompagné d'une hausse considérable et croissante des prix. L'accroissement de la dépense globale qui en est résulté est allé de pair avec une demande toujours forte de crédit, qui a été à son tour une cause importante et continuelle de pressions à la hausse sur les taux d'intérêt canadiens. Ces pressions ont été renforcées par les emprunts massifs contractés pour financer des acquisitions de biens immobiliers, les prises de contrôle de sociétés et les énormes besoins de trésorerie du secteur public.

La faiblesse du dollar canadien par rapport au dollar américain a constitué également une des causes de la tendance à la hausse des taux d'intérêt canadiens. Force est de reconnaître que la faiblesse persistante du dollar canadien est décevante, car l'écart positif qui existait jusqu'à il y a quelques jours entre les taux d'intérêt canadiens et américains était suffisant pour encourager les entrées de capitaux au Canada. De plus, comme je l'ai déjà mentionné, la situation de notre balance commerciale est bien meilleure actuellement qu'elle ne l'a été au cours des dernières années. Pourtant, malgré ces facteurs positifs, le dollar canadien ne s'est pas tellement redressé par rapport au creux auquel il se situait à la fin de l'année dernière. Il semblerait qu'il faille chercher ailleurs le pourquoi de cette situation, par exemple dans l'opinion fréquemment avancée selon laquelle le

Canada est en proie actuellement à tant de conflits internes qu'il présente moins d'attraits pour les investisseurs.

Les divers facteurs qui influencent maintenant l'économie canadienne et que je viens de présenter comme des causes de la récente tendance à la hausse des taux d'intérêt canadiens sont des éléments dont la Banque du Canada a dû tenir compte au moment de déterminer dans quelle mesure il y avait lieu de s'opposer à cette tendance. Permettez-moi de vous les rappeler : la vigueur de la présente reprise économique au Canada; le taux d'inflation élevé et croissant et les sérieuses craintes d'une nouvelle aggravation de l'inflation; la persistance d'une forte demande de crédit en dépit du niveau élevé des taux d'intérêt, qui aurait dû normalement décourager les gens à emprunter au pays; la faiblesse continue du dollar canadien, qui a aggravé les pressions à la hausse sur les coûts et les prix au Canada. Dans de telles circonstances, on pouvait difficilement justifier, d'un point de vue économique, une action visant à empêcher un mouvement à la hausse des taux d'intérêt et on ne pouvait pas du tout justifier une baisse des taux d'intérêt. Un pays qui fait face à une situation inflationniste aussi périlleuse que celle que connaît le Canada à l'heure actuelle doit éviter à tout prix d'accélérer le processus de création de monnaie, en essayant par une stratégie à vue courte de

contenir les taux d'intérêt, ce qui aurait notamment pour effet d'aggraver la baisse du taux de change. Quiconque doute que la psychologie inflationniste qui existe au Canada ait pris des dimensions alarmantes devrait penser au phénomène qu'on observe à l'heure actuelle sur le marché du logement : dans plusieurs grandes villes canadiennes, ce marché connaît une certaine euphorie bien que les taux d'intérêt hypothécaires oscillent entre 16½ et 17 % l'an. Nous ferions tous mieux de reconnaître que le Canada est aux prises avec un très grave problème d'inflation.

Il vous serait peut-être plus facile de comprendre les raisons qui ont amené la Banque du Canada à réagir de la sorte à la situation actuelle si j'essayais d'expliquer en détail comment je perçois le problème de l'inflation et le rôle de la Banque à cet égard.

Il y a seulement vingt ans, le taux d'inflation au Canada était inférieur à 2 % l'an. Depuis, non seulement l'inflation y est-elle devenue un problème chronique, mais elle s'est aggravée à maintes reprises pour atteindre le taux actuel d'environ 12 % l'an. Ainsi, la maladie dont souffre notre pays, ce n'est pas seulement une inflation forte, mais une inflation croissante. Les doutes sur la capacité de notre pays à extirper ce cancer se sont propagés dans tous les milieux de notre société et ils se manifestent aujourd'hui de façon visible dans presque tous les aspects de notre comportement économique.

Je persiste à croire, toutefois, que cette maladie grave qu'est l'inflation peut et doit être contenue et finalement enrayerée. Je crois également que quelles que soient les mesures à prendre dans d'autres domaines pour maîtriser l'inflation, il faudra absolument que la politique financière des pouvoirs publics soit empreinte de plus de réalisme, d'un sens plus grand des responsabilités et d'un esprit de discipline plus fort que ceux que nous avons eus depuis de nombreuses années. Il faudra aussi que le public accepte cette discipline. Il n'est pas possible de contenir les pressions sur les prix et les coûts dans une économie où la dépense globale reçoit fréquemment des doses de plus en plus fortes de stimulant fiscal et monétaire que l'on n'essaie de réduire que tardivement et pendant de courtes périodes lorsque l'économie commence à montrer des signes de surchauffe et que l'inflation s'accélère. Nous ne parviendrons jamais à maîtriser l'inflation si nous nous entêtons à faire fonctionner l'économie canadienne à des niveaux d'utilisation de la capacité de production et de la main-d'oeuvre qui sont de toute évidence incompatibles avec une atténuation de la tendance à la hausse des coûts et des prix.

L'approche qu'a adoptée la Banque en matière de politique monétaire procède de cette perception du problème de l'inflation au Canada et des moyens à prendre pour le régler. Cette politique s'appuie sur deux propositions fondamentales, que je considère comme inattaquables.

La première de ces propositions est que le Canada n'a d'autre choix que de contenir et de réduire l'inflation. Outre le fait que l'inflation crée des injustices flagrantes et qu'elle exerce à la longue des effets de plus en plus pernicieux sur le bon fonctionnement de l'économie, toute tentative visant à composer avec elle ne fait qu'empirer les choses. Les observations faites dans le monde entier prouvent qu'on finit toujours par combattre l'inflation : les seules questions qui se posent portent sur le moment et la manière de le faire. Plus on laisse le taux d'inflation s'élever avant d'engager la bataille pour de bon, plus les mesures prises pour la combattre tendent à être pénibles et arbitraires.

La seconde proposition est que, quels que soient les moyens employés pour maîtriser l'inflation, on ne peut y parvenir que si l'accroissement de la masse monétaire est maintenu dans les limites dictées par la prudence. Et c'est là que se situe notre rôle. Je m'empresse d'ajouter que nous n'avons jamais prétendu qu'un contrôle ferme de la masse monétaire était suffisant pour réduire le taux d'inflation et pour assurer en même temps une bonne tenue de l'économie. Mais un tel contrôle constitue un élément essentiel de toute politique économique efficace orientée vers ces objectifs.

Je noterais en passant que l'idée selon laquelle on ne peut maîtriser l'inflation si la masse monétaire continue de croître à un rythme trop élevé n'a rien de tellement

original. En tant que postulat économique, c'est même une idée très ancienne. Depuis quelques années, nous avons pris l'habitude d'assigner certaines limites à l'expansion monétaire, mais il s'agit là d'une approche d'ordre technique, qui ne saurait transformer cette idée fondamentale et admise depuis longtemps en une théorie toute nouvelle.

Bien que nous mettions l'accent sur le contrôle de la masse monétaire lorsque nous parlons de politique monétaire, il est normal que les gens voient plutôt cette politique dans l'optique des taux d'intérêt. A ma connaissance, on n'a jamais vu un emprunteur demander à son banquier comment évoluait la masse monétaire avant de discuter d'un prêt et du taux d'intérêt. Et c'est tout à fait normal qu'il en soit ainsi. La différence existant entre notre optique et celle de l'emprunteur ou du prêteur procède de la responsabilité qui nous incombe dans le domaine de la gestion monétaire. Si nous voulons limiter l'expansion monétaire, nous ne pouvons pas nous permettre d'avoir d'idées préconçues sur l'orientation des taux d'intérêt. Certes, les interventions que nous faisons sur les marchés financiers en vue de contrer l'expansion monétaire ont nécessairement un effet sur les taux d'intérêt, mais une fois que les choses se sont tassées, les niveaux auxquels se situent les taux d'intérêt dépendent en réalité de l'action combinée de ces effets et de l'ensemble des forces économiques qui agissent sur la demande de monnaie et de crédit.

Si la hausse des prix avait été plus lente, le taux d'expansion monétaire, qui a toutefois considérablement diminué par rapport aux dernières années, aurait quand même suffi amplement au cours des six derniers mois à financer une croissance économique considérable accompagnée de taux d'intérêt moins élevés que les taux actuels. Si aujourd'hui les taux d'intérêt sont tellement élevés, c'est surtout parce que l'inflation a fait croître grandement la demande de monnaie et de crédit. De fait, la composante de loin la plus importante des taux d'intérêt actuels est la prime d'inflation, c'est-à-dire l'intérêt additionnel que réclame l'épargnant pour compenser le pouvoir d'achat qu'il est appelé à perdre du fait de l'inflation. L'autre composante de l'intérêt payé par l'emprunteur et encaissé par l'épargnant, soit la différence positive entre le taux d'intérêt et le taux anticipé d'inflation, est souvent appelée taux d'intérêt "réel".

Pendant la majeure partie de la dernière décennie, les taux d'intérêt ont été extraordinairement faibles par rapport au taux d'inflation, et les taux de rendement n'étaient pas suffisants pour compenser l'érosion du pouvoir d'achat des épargnants. Parallèlement, le coût du crédit pour les emprunteurs, en particulier après impôts, se révélait souvent excessivement bas en termes réels, puisque les dettes étaient remboursées avec des dollars considérablement dévalués. Dans de telles circonstances, l'inflation a eu tendance à s'aggraver.

La politique monétaire a maintenant une orientation résolument anti-inflationniste. Les limites de la fourchette-cible que nous assignons à la croissance de la masse monétaire (définie à cette fin comme l'ensemble de la monnaie et des dépôts bancaires à vue) ont été dernièrement fixées à 4 et 8 % l'an. Grâce à cette mesure, les taux d'intérêt s'établiront à des niveaux capables d'exercer une influence modératrice sur le taux de croissance de la dépense globale et, ainsi, sur le taux d'accroissement des prix et des coûts.

La politique de restriction monétaire trouverait plus d'appuis parmi les agents économiques si le rôle des taux d'intérêt était mieux compris qu'il ne l'est présentement. Bien des gens pensent qu'un relèvement des taux d'intérêt constitue en soi une cause d'inflation parce qu'il fait augmenter les frais d'exploitation auxquels font face les emprunteurs. Que les taux d'intérêt produisent certains effets de cette nature, cela est indéniable, mais c'est loin d'être l'aspect le plus important. D'ailleurs, si tel était le cas, on pourrait pousser le raisonnement jusqu'à l'absurde et conclure que pour faire baisser le taux d'inflation, il n'a qu'à abolir les taux d'intérêt, c'est-à-dire octroyer les prêts gratuitement. L'effet qu'ont les hausses des taux d'intérêt sur la réduction du taux d'inflation est tout à fait l'inverse de celui qu'elles ont sur les coûts. Tout d'abord, elles aident à maintenir la valeur du dollar canadien à un

niveau adéquat, empêchant ainsi que n'augmente l'équivalent en dollars canadiens des prix fixés à l'étranger. Toutefois, leur principale action provient de ce que les taux d'intérêt influent sur la dépense globale. Les taux d'intérêt doivent être suffisamment élevés pour empêcher la demande de biens et de services de devenir trop forte; ainsi, la discipline de marché sera telle qu'il sera assez difficile d'augmenter les prix et les coûts sans provoquer de pertes au niveau des ventes et de l'emploi.

Si nous voulons contenir l'inflation, nous devons revenir à ce type de discipline de marché. C'est à elle que nous nous sommes fiés dans le passé au cours des périodes de stabilité des coûts et des prix. A mesure que nous rétablirons cette discipline de marché, les taux d'intérêt pourront baisser. Tel est l'objectif de la Banque du Canada : baisse du taux d'inflation, baisse des taux d'intérêt. C'est alors seulement qu'existeront les conditions qui permettront à l'économie canadienne de fonctionner au rythme dont elle est vraiment capable.

Pour conclure, permettez-moi d'ajouter qu'il serait insensé de vouloir ignorer le fait que notre pays fait face à un très grave problème d'inflation. Il serait tout aussi insensé de croire qu'il existe une solution agréable à ce

problème ou que cela s'arrangera avec le temps. Plus vite nous prendrons conscience de cette réalité, mieux ce sera. Un contrôle ferme et continu du rythme d'expansion monétaire est un élément important de la cure. Quels que soient les autres éléments qui en font partie, il ne peut y avoir de discussion sérieuse sur le caractère essentiel de l'élément monétaire. Et comme cet élément entre dans le champ des responsabilités de la Banque du Canada, la voie à suivre est claire.