
NE PAS PUBLIER AVANT 12 H 45, HEURE DE CALGARY
14 h 45 HEURE D'OTTAWA
LE 23 SEPTEMBRE 1981

ALLOCUTION PRONONCÉE PAR
GERALD K. BOUEY
GOUVERNEUR DE LA BANQUE DU CANADA
DEVANT LES MEN'S AND WOMEN'S CANADIAN CLUBS
DE CALGARY, ALBERTA
LE 23 SEPTEMBRE 1981

Allocution prononcée par
Gerald K. Bouey
Gouverneur de la Banque du Canada
devant les Men's and Women's Canadian Clubs
de Calgary, Alberta,
le 23 septembre 1981

Mes propos, aujourd'hui, porteront principalement sur les taux d'intérêt.

Les taux d'intérêt sont extrêmement élevés, beaucoup plus élevés que je ne l'aurais jamais imaginé; ils provoquent de graves tensions au pays, notamment parmi les propriétaires de maison, les fermiers et les petits entrepreneurs. Tous les jours, je suis très bien informé des difficultés particulières de chacun, que ce soit par les lettres, les appels téléphoniques et les visites que je reçois, par le truchement des médias ou par l'intermédiaire des institutions financières avec lesquelles je suis en contact. Je puis vous assurer qu'à la Banque du Canada, nous sommes bien conscients des difficultés que crée le haut niveau des taux d'intérêt. Le problème ne réside pas dans un manque d'information; il s'agit plutôt de savoir comment la Banque du Canada peut corriger la situation sans causer, en fin de compte, plus de mal que de bien.

Avant de se faire une idée sur le sujet, il serait bon d'examiner les facteurs qui ont contribué à provoquer cette hausse spectaculaire des taux d'intérêt au Canada.

Les taux d'intérêt que nous connaissons maintenant tiennent principalement au taux actuel et au taux prévu d'inflation au Canada. Quand les coûts et les prix augmentent, les gens ont besoin d'emprunter davantage et ils le font plus volontiers quand ils anticipent une aggravation de l'inflation. A moins que la Banque du Canada ne soit disposée à accepter quelque taux d'inflation qui se produise, aussi élevé soit-il, elle doit absolument contenir l'expansion monétaire. C'est l'interaction des fortes pressions de la dépense et de la forte demande de monnaie, d'une part, et du contrôle exercé sur la croissance de la masse monétaire, d'autre part, qui a causé la montée en flèche des taux d'intérêt à court terme.

Le taux d'inflation étant ce qu'il est actuellement, les taux d'intérêt ne peuvent se situer qu'à un niveau élevé. Lequel? Eh bien, certainement à un niveau bien supérieur au taux d'inflation. Vous vous souvenez peut-être de ce qu'étaient les taux d'intérêt quand il n'y avait pas d'inflation. Dans les années d'après-guerre, le taux d'inflation était faible ou nul; on craignait davantage un retour de la dépression qu'une accélération de l'inflation; la politique budgétaire était assez stricte; les taux préférentiels des banques étaient généralement de l'ordre de 4 1/2 ou de 5 1/2 %, tandis que les taux hypothécaires étaient légèrement plus élevés. C'était des taux "réels", car ils n'avaient pour ainsi dire pas à refléter le taux

d'inflation du moment ni les anticipations inflationnistes. Aujourd'hui, pour avoir les mêmes taux d'intérêt "réels", il faut que le niveau des taux d'intérêt soit bien supérieur au taux actuel et au taux prévu d'inflation. Je ne veux pas préciser dans quelle mesure, car il faudrait pour cela faire entrer en ligne de compte d'autres considérations. Vous comprendrez, je pense, que tant qu'on ne commencera pas à réduire le taux d'inflation au Canada, les taux d'intérêt vont fluctuer à des niveaux élevés. Cela resterait tout aussi vrai si nous ne vivions pas dans ce monde où les taux d'intérêt, en particulier ceux des Etats-Unis, sont maintenant très élevés.

Mais voilà, nous sommes liés au reste du monde. Les capitaux franchissent librement nos frontières, attirés çà et là par des taux rémunérateurs et par d'autres incitations. Cela ne signifie pas que l'évolution des taux d'intérêt canadiens doit être identique à celle des taux américains comparables. Au cours des dix-huit derniers mois, les taux d'intérêt à court terme ont été parfois de 4 % moins élevés au Canada qu'aux Etats-Unis et, à certains moments, comme ce fut le cas ces derniers mois, de 4 % plus élevés. Mais cela signifie certainement que le niveau des taux américains exerce une influence importante sur la situation canadienne.

Un certain nombre de raisons expliquent que les taux d'intérêt soient plus élevés au Canada qu'aux Etats-Unis. La

balance des paiements courants étant habituellement déficitaire au Canada, nous devons attirer suffisamment de capitaux étrangers pour couvrir ce déficit. Cette année, ce déficit n'a pas cessé de croître. A ce chapitre, nos problèmes ont été aggravés par le conflit relatif aux prix de l'énergie qui, avant d'être réglé, a accru les besoins en pétrole importé et a aussi eu certains effets pervers sur les mouvements de capitaux. A cela est venu s'ajouter cette année le fardeau qu'ont constitué pour notre balance des paiements, du moins à court et à moyen terme, les prises de contrôle, d'ampleur exceptionnelle, d'entreprises étrangères établies au Canada. Au cours des derniers mois, les opérations de prise de contrôle ont eu une influence considérable sur le taux de change et les taux d'intérêt.

L'écart entre les taux d'intérêt canadiens et les taux américains comparables tient encore à un autre facteur important. Si le taux actuel et le taux prévu d'inflation étaient de beaucoup inférieurs au Canada, il serait possible que les taux d'intérêt ne soient pas plus élevés - qu'ils soient même plus faibles - au Canada qu'aux Etats-Unis, en dépit de la situation de la balance canadienne des paiements. Mais le taux actuel et le taux prévu d'inflation sont plus élevés au Canada qu'aux Etats-Unis, et cela tend à accentuer la différence entre les taux d'intérêt pratiqués dans les deux pays.

Ce sont tous ces facteurs - une forte inflation d'origine intérieure, le déficit de notre balance courante, et d'autres facteurs spéciaux qui ont accru les besoins en capitaux importés - qui expliquent que les taux d'intérêt canadiens soient bien supérieurs à ceux qui sont pratiqués aux États-Unis. Il y a quelques semaines, le taux préférentiel des banques canadiennes a atteint un sommet de 22 3/4 %, contre 20 1/2 % aux États-Unis. Sur le marché monétaire canadien, certains taux dépassaient de plus de 4 % leurs équivalents américains. Je suis heureux de pouvoir ajouter que le loyer de l'argent a légèrement diminué dans les deux pays au cours des dernières semaines.

Dans de telles circonstances, quels étaient les choix possibles pour la politique monétaire? Que se serait-il passé si, en dépit de notre grave inflation et de nos problèmes de balance des paiements, nous avions essayé de maintenir les taux d'intérêt à un niveau beaucoup plus bas en augmentant le taux d'expansion monétaire? Il en aurait immédiatement résulté une baisse marquée du cours du dollar canadien. Il est impossible de dire avec certitude à quel niveau le dollar serait descendu, mais lorsque les autorités d'un pays dont l'économie connaît de fortes pressions inflationnistes n'opposent pas de résistance à la baisse du cours de leur monnaie, il est certain que cette baisse

prendra des proportions considérables. L'expérience nous a appris qu'une fois la confiance sérieusement entamée, le marché pousserait le taux de change au point où les autorités seraient forcées de prendre des mesures vigoureuses, et leur réaction aurait probablement pour conséquence d'amener les taux d'intérêt à des niveaux jamais atteints jusque-là.

Dans ces circonstances, une baisse beaucoup plus accentuée du cours du dollar n'aurait pas été vraiment salu-
taire. Le Canada avait déjà une bonne position concurrentielle sur les marchés internationaux, car le dollar avait déjà enregistré une dépréciation assez considérable. Dans une telle conjoncture, de nouvelles baisses n'auraient pas tardé à attiser l'inflation des coûts et des prix au Canada. Ne vous laissez pas induire en erreur par les évaluations chiffrées que vous voyez de temps à autre et selon lesquelles une diminution de 1 % du cours du dollar canadien se traduit par une hausse de prix d'à peine 0,3 %. Il s'agit là d'une évaluation de la hausse immédiate et automatique qu'enregistre le niveau général des prix par suite de l'augmentation du prix en dollars canadiens des biens faisant l'objet d'échanges internationaux. Toutefois, dans une conjoncture fortement inflationniste, rien ne permet de croire qu'une telle augmentation n'aurait pas d'autres répercussions : au contraire, elle se propagerait dans tous les secteurs de

l'économie au fur et à mesure que les divers agents tenteraient d'obtenir une compensation pour les accroissements de coûts qui en résulteraient. C'est ce qui explique que, dans la conjoncture actuelle, tous les pays industrialisés du monde s'efforcent d'empêcher ou de limiter la dépréciation de leurs monnaies. La dépréciation du cours de notre monnaie ne compte pas parmi les solutions à nos problèmes, parce qu'elle est essentiellement inflationniste et qu'il n'existe pas de solution inflationniste à l'inflation. Dans notre situation, rien ne serait moins désirable qu'un glissement prolongé du cours de notre monnaie.

Je pense avoir montré assez clairement qu'il n'est pas fondé de croire que les difficultés auxquelles nous faisons face sur le front des taux d'intérêt proviennent surtout de l'étranger. S'il est vrai que nous ne pouvons échapper à l'influence des taux américains, notre taux d'inflation et nos problèmes de balance des paiements nous obligent à reconnaître que nos taux d'intérêt sont en grande partie attribuables à des facteurs d'origine interne.

C'est pour toutes les raisons que je viens de mentionner que la Banque du Canada a, au cours des derniers mois, mis le problème du taux de change au coeur de ses priorités dans

la mise en oeuvre de sa politique monétaire. La hausse des taux d'intérêt n'a pas été déclenchée par une expansion excessive de l'agrégat monétaire dont la Banque surveille l'évolution de très près depuis quelque temps (c'est-à-dire la monnaie hors banques et les dépôts à vue dans les banques, M1). Si l'on tâche de faire abstraction des distortions attribuables à la grève des postes, on constate que le taux de croissance de M1 semble se situer pour l'instant en dessous de la limite inférieure de la fourchette de croissance visée, qui est de 4 % et de 8 % l'an. Toutefois, l'expérience a montré qu'en matière de contrôle de l'expansion monétaire, il est sage de prévenir les coups et qu'il vaut mieux contrer les fortes pressions à la baisse sur le cours du dollar canadien au moment où celles-ci se produisent que d'attendre que la masse monétaire commence à être influencée par les hausses des prix consécutives à une baisse marquée du cours du dollar.

Je me suis efforcé jusqu'à présent d'expliquer pourquoi les taux d'intérêt avaient grimpé aux niveaux où ils se trouvent actuellement. Je ne veux pas par là laisser entendre que la situation dans laquelle nous nous trouvons à l'heure actuelle est satisfaisante. Bien au contraire, elle ne l'est pas du tout.

Alors, qu'allons-nous faire pour en arriver à une situation où le niveau général des taux d'intérêt pourrait être

sensiblement plus bas? Permettez-moi de dire quelques mots sur chacun des facteurs qui ont contribué à la situation présente, soit l'inflation d'origine intérieure, l'évolution des taux d'intérêt aux États-Unis et l'écart, ou la marge, qu'il a fallu maintenir entre les taux américains et les taux pratiqués au Canada. J'en traiterai dans l'ordre inverse à celui dans lequel je viens de les énumérer.

Parlons d'abord de l'écart entre les taux américains et canadiens. Certaines mesures prises ces derniers temps devraient avoir des effets bénéfiques. Par exemple, le ministre des Finances a récemment demandé aux banques de réduire les prêts destinés à financer des prises de contrôle qui entraînent des sorties immédiates ou différées de capitaux du Canada. C'était une heureuse initiative dans les circonstances que je viens de décrire, et le taux de croissance des prêts servant au financement de ces opérations semble s'être ralenti depuis, que ce soit ou non sous l'influence de cette mesure. Plus récemment encore, l'accord conclu entre le gouvernement canadien et le gouvernement de l'Alberta sur les prix de l'énergie et la taxation des revenus pétroliers a largement contribué à dissiper les incertitudes qui planaient sur l'orientation que le pays allait prendre dans ce domaine. De plus, le rétablissement de la production de pétrole à son niveau habituel favorisera d'une

façon tangible, dans le proche avenir, notre balance commerciale. Par contre, la balance des paiements courants demeure fortement déficitaire; nous continuons de favoriser une canadienisation accrue de nos ressources pétrolières et gazières, et notre taux d'inflation est plus élevé que celui des États-Unis. Devant de tels faits, on ne saurait raisonnablement espérer éviter que les taux d'intérêt soient plus élevés au Canada qu'aux États-Unis.

Je ne vais pas essayer de prédire quelle sera l'évolution des taux d'intérêt aux États-Unis. Selon les marchés financiers de ce pays, cela dépendra en grande partie de l'ampleur du déficit budgétaire du gouvernement américain. Mais, même si les États-Unis parviennent à mieux maîtriser leur taux d'inflation - certains indices portent d'ailleurs à croire qu'ils sont en train d'y parvenir - et que les taux d'intérêt diminuent dans ce pays, il y a une chose dont les Canadiens devraient à mon avis se préoccuper : c'est la possibilité que nous ne soyons pas en mesure de profiter au maximum de cette situation, faute d'avoir réussi à maîtriser l'inflation chez nous.

Comme je l'ai signalé au début de mon exposé, l'inflation que nous connaissons actuellement est la cause fondamentale du niveau élevé de nos taux d'intérêt. Cela

signifie que même si les taux canadiens se sont inscrits à la baisse depuis trois semaines, ce mouvement ne pourra se poursuivre et faire baisser sensiblement le niveau général des taux d'intérêt actuels que si l'on entrevoit clairement une nette diminution du taux d'inflation au pays. C'est vraiment se leurrer que de croire le contraire.

J'ai déjà souligné que toute initiative visant à faire baisser les taux d'intérêt par le biais d'une expansion rapide de la masse monétaire ne peut contribuer à régler nos problèmes économiques. Mais j'aimerais souligner avec autant d'insistance le fait que, en dehors de la politique monétaire, de nombreuses autres politiques peuvent grandement contribuer à faire baisser les taux d'intérêt, car elles peuvent contribuer à atténuer l'inflation. Je me réjouis de voir de plus en plus de signes que de nombreux Canadiens sont très conscients de ces deux réalités.

Il y aurait certainement lieu de revoir les politiques et les usages en vigueur dans d'autres secteurs afin de déterminer s'ils ne pourraient pas être modifiés de manière à engendrer moins de pressions inflationnistes et des taux d'intérêt moins élevés. Toutefois, il m'arrive d'entendre de temps à autre une variante de ce point de vue qui m'intrigue énormément, à savoir qu'il faudrait d'abord permettre une accélération

suffisamment rapide du rythme d'expansion monétaire pour provoquer une baisse appréciable des taux d'intérêt et chercher, alors seulement, d'autres moyens d'empêcher une nouvelle accélération de l'inflation. Si les tenants de ce point de vue se préoccupent sérieusement du problème de l'inflation, il faudrait leur demander quels sont les autres moyens qu'ils préconisent et pourquoi ils ne songent pas à les mettre en oeuvre avant de modifier la politique monétaire? Dans la mesure où ces initiatives sont vraiment anti-inflationnistes, elles réduiront les pressions à la hausse qui s'exercent sur les taux d'intérêt sans qu'il ne soit nécessaire de modifier la politique monétaire, c'est-à-dire sans qu'on ait à opter pour une expansion monétaire rapide. Une façon sensée de procéder serait sûrement d'appliquer ces mesures. La politique monétaire ne prétend pas être l'unique moyen de combattre l'inflation; elle en constitue cependant un à un moment où l'on a un besoin crucial de politiques anti-inflationnistes. Pourquoi en réduire la portée avant d'avoir trouvé un moyen plus efficace? Si l'on s'est trop fortement appuyé sur la politique monétaire pour contenir l'inflation, il faut maintenant établir un meilleur équilibre en renforçant les autres politiques. Agir autrement équivaldrait à mettre la charrue avant les boeufs.

En dehors de la politique monétaire, il y a bien sûr d'autres politiques qui jouent un rôle important lorsqu'on essaie

d'assurer la prospérité économique d'un pays dans un climat de stabilité, et j'encourage ardemment tous les efforts qui sont faits pour trouver des solutions en ce sens. J'ai moi-même fait état de ces politiques à diverses reprises. Le ministre des Finances, qui se prépare à déposer un nouveau budget, a montré qu'il se préoccupe de la contribution que la politique budgétaire peut apporter à cet égard. Toutefois, la politique budgétaire n'est qu'une des politiques auxquelles je fais allusion. Dans cet ordre d'idées, il y a aussi l'ensemble des politiques et usages appliqués par les pouvoirs publics, les entreprises, les offices de commercialisation et les syndicats, lesquels influencent la bonne marche de l'économie de même que la souplesse et la rapidité avec lesquelles celle-ci réagit à l'évolution de la conjoncture économique. Plus ces politiques et ces usages sont efficaces, meilleures seront nos perspectives économiques, et moins nous aurons à subir des taux d'intérêt élevés. Mais si ces politiques sont inflationnistes, il n'y a aucun moyen efficace de les contrecarrer en accroissant le rythme de l'expansion monétaire.

Comme la lutte contre les taux d'intérêt élevés se confond obligatoirement avec la lutte contre l'inflation, il est réconfortant de constater à quel point la situation actuelle porte les gens à s'intéresser aux divers moyens par lesquels les

politiques des pouvoirs publics pourraient renforcer les mécanismes de défense de l'économie canadienne contre l'inflation. Je ne me suis jamais rallié à l'idée que les Canadiens doivent tolérer une aggravation indéfinie de l'inflation, et je suis heureux de constater que la plupart des Canadiens sont aussi de cet avis.

Ma responsabilité dans tout cela consiste à faire en sorte que la politique monétaire contribue de la façon la plus efficace possible à résoudre les problèmes économiques de notre pays et à expliquer le rôle que cette politique joue à cet égard. Je n'éprouve aucune gêne à répéter sans cesse qu'une bonne politique monétaire est une condition nécessaire d'une bonne tenue de l'économie, mais qu'elle n'est pas une condition suffisante. Dans le contexte économique actuel, la mise en oeuvre d'une bonne politique monétaire s'accompagne de taux d'intérêt élevés. Cela ne me plaît pas du tout, mais mon insatisfaction ne modifie en rien la réalité. Il y a très peu de gens qui seront plus soulagés que moi lorsque les circonstances favoriseront une baisse substantielle des taux d'intérêt au Canada. Mais la Banque du Canada ne peut pas, par elle seule, créer de pareilles circonstances, car cela exige un effort de coopération considérable de la part d'un nombre considérable de personnes. Plus vite nous comprendrons la nécessité d'une telle

coopération, plus vite celle-ci se réalisera. Je puis donc terminer sur une note d'optimisme, puisque je crois que les gens prennent de plus en plus conscience de cette réalité.