

extra.

NE PAS PUBLIER AVANT 13 H, HEURE NORMALE DE L'EST
LE 6 AVRIL 1982



POLITIQUE MONÉTAIRE ET TAUX D'INTÉRÊT

ALLOCUTION PRONONCÉE
PAR M. GERALD K. BOUEY
GOUVERNEUR DE LA BANQUE DU CANADA
DEVANT LE CERCLE CANADIEN D'OTTAWA
OTTAWA (ONTARIO)
LE 6 AVRIL 1982

Allocution prononcée
par M. Gerald K. Bouey
Gouverneur de la Banque du Canada
devant le Cercle canadien d'Ottawa
OTTAWA (Ontario), le 6 avril 1982

Il est assez rare qu'un Gouverneur de la Banque du Canada prononce un discours devant un auditoire composé de gens d'Ottawa et c'est tellement rare que je n'ai pu trouver dans nos dossiers aucune trace de tels discours. Mes prédécesseurs et moi-même avons déjà fait des discours devant des groupes venus participer à des réunions à Ottawa, mais ce n'est pas pareil. Qu'est-ce qui a pu valoir ce traitement, ou cette absence de traitement, aux gens d'Ottawa? Serait-ce parce que vous auriez déjà tellement entendu parler des activités de la Banque du Canada que le sujet vous laisserait indifférent? J'espère que non.

J'ai cru pendant quelque temps qu'il ne servait à rien que je fasse de discours juste après la publication de mon Rapport annuel. Après tout, ce Rapport ne contient-il pas l'essentiel de ce que j'ai à dire? Mais je me rends compte maintenant que le nombre de personnes qui lisent le Rapport est plutôt limité et que les commentaires que font les médias sur ce document sont très brefs. J'aimerais donc profiter de l'occasion qui m'est offerte aujourd'hui pour revenir au message principal contenu dans le Rapport et pour dire quelques mots de certaines des réactions que j'ai observées.

Le point le plus important développé dans le Rapport est que la Banque du Canada, comme tout le monde, veut voir baisser les taux d'intérêt et qu'elle fait de son mieux pour y parvenir. Tout ce que la Banque du Canada peut faire pour provoquer une baisse des taux d'intérêt et pour les maintenir à de bas niveaux est de contribuer à réduire l'inflation en contenant le rythme de l'expansion monétaire. C'est précisément ce que nous faisons. La seule voie sûre qui mène à une baisse durable des taux d'intérêt passe par une diminution du taux d'inflation. Nous savons que le processus de réduction du taux d'inflation est pénible et comporte un coût élevé, mais nous savons également que ce coût serait encore plus élevé si nous ne parvenions pas à régler le problème de l'inflation.

J'aimerais faire remarquer que le Canada n'est pas le seul pays où ce raisonnement est à la base de la politique monétaire. Presque tous les pays s'efforcent de contrer l'inflation pour rétablir les bases solides indispensables à une croissance soutenue de l'emploi et de la production. L'inflation et le chômage ne sont plus considérés comme des problèmes séparés et sans lien entre eux.

Je crois que le point de vue de la Banque sur la question des taux d'intérêt a été exposé de façon convaincante dans notre Rapport, mais je ne puis prétendre que nous ayons

convaincu tout le monde. Vous ne le prétendriez pas non plus si vous aviez suivi, d'aussi près que je l'ai fait, les comptes rendus de la presse ou si vous aviez entendu les commentaires formulés par les députés et les questions qu'ils m'ont posées l'autre jour à une séance du Comité parlementaire permanent des finances, du commerce et des questions économiques. Cela peut, bien sûr, s'expliquer de diverses façons. L'une d'elles est que l'argumentation de la Banque n'a pas été bien comprise. Une autre est qu'elle a été comprise, mais que les gens ne partagent pas notre point de vue. Une autre encore est que les gens ne contestent pas l'argumentation, mais que les conclusions ne leur plaisent pas.

Il est facile de comprendre que le message de la Banque ait été accueilli avec froideur si vous regardez le problème du point de vue de ceux que les taux d'intérêt actuels frappent le plus durement. Nous en savons quelque chose à la Banque du Canada. Il ne se passe pas un jour que nous n'en entendions parler. Pour ne citer qu'un exemple, je mentionnerai les appels téléphoniques que je reçois et qui commencent ainsi : "Je dois fermer mon entreprise aujourd'hui et je veux que vous sachiez que c'est par votre faute". Nous sommes informés des faillites, des mises à pied et de bien d'autres problèmes grâce aux contacts directs que nous avons avec le public et à de nombreuses autres

sources. Un grand nombre d'agriculteurs, d'entreprises - petites et grandes - et de personnes dont les maisons sont hypothéquées sont aux prises avec des taux d'intérêt extraordinairement élevés et se trouvent, de ce fait, dans une situation très pénible.

Pour beaucoup de ces gens, ces problèmes semblent avoir été engendrés par la politique de la Banque du Canada, politique que la Banque pourrait, d'après eux, modifier facilement n'importe quand sans causer de graves préjudices à l'économie.

Il y en a d'autres qui sont confrontés aux mêmes problèmes, qui comprennent notre politique, mais n'en trouvent pas moins la situation difficile à accepter. J'ai eu récemment un appel téléphonique d'un petit entrepreneur, et, au terme d'une discussion très raisonnable sur ce qui arriverait si la Banque du Canada essayait de provoquer une chute substantielle et rapide des taux d'intérêt par le biais d'une forte expansion monétaire, il m'a dit : "Après tout, vous avez sans doute raison de ne pas essayer, mais si vous le faisiez, peut-être que je tiendrais le coup encore six mois". Les gens qui sont pris dans une situation comme celle-là ont toute ma sympathie.

Je peux très bien comprendre pourquoi un grand nombre de personnes s'efforcent désespérément de croire qu'il existe un moyen qui permettrait à la Banque de faire baisser les taux

d'intérêt de façon substantielle et rapide. Et c'est pour cette raison que nous devons expliquer pourquoi cela n'est pas possible.

Dans une société libre, les taux d'intérêt ont un rôle à jouer et ils ne peuvent pas être fixés de façon arbitraire. Leur niveau dépend de la productivité réelle du capital, et ils fournissent un revenu à ceux qui épargnent en prévision de l'avenir. Dans le cours normal des choses, ces taux sont positifs lorsque la valeur de la monnaie est stable; dans une conjoncture inflationniste, ils se situent au-dessus de la tendance générale de l'inflation. Les périodes pendant lesquelles les taux d'intérêt ont été bas par rapport au taux d'inflation ont été généralement suivies d'une accélération de l'inflation.

Vus dans cette optique, les taux d'intérêt pratiqués actuellement au Canada n'ont rien de particulièrement inhabituel ou d'exagéré. Bien sûr qu'ils sont élevés comparativement aux taux enregistrés dans le passé, mais le taux d'inflation est lui aussi élevé. Il y a vingt à trente ans, lorsque le taux d'inflation était très bas, les taux d'intérêt étaient beaucoup plus élevés que le taux d'inflation et personne ne pensait que cette situation était bizarre ou déraisonnable.

Le point essentiel que je veux souligner est que, compte tenu du taux actuel d'inflation au Canada, les taux d'intérêt ne sont pas loin du niveau qu'on aurait pu prévoir. Si le taux d'inflation était beaucoup plus bas, les taux d'intérêt pourraient, eux aussi, être beaucoup plus bas.

Bien que, fondamentalement, ce soit cela la situation, il faut admettre que les taux d'intérêt ont considérablement augmenté et diminué au cours des quelque deux dernières années. La tendance à la hausse de ces taux s'explique en partie par l'aggravation tant de l'inflation que des anticipations relatives à l'inflation au Canada durant la plus grande partie de cette période. Dans la conjoncture du moment, ce phénomène a exercé de fortes pressions à la hausse sur les taux d'intérêt. Mais la volatilité manifestée par les taux d'intérêt canadiens dans leurs fluctuations de part et d'autre de leur tendance générale s'explique surtout par le fait que les taux d'intérêt à court terme américains ont été particulièrement instables et que cela a eu inévitablement des incidences fâcheuses sur l'économie canadienne.

A plusieurs reprises au cours de cette période, la Banque du Canada a pris des mesures visant à atténuer l'effet qu'avaient sur les taux à court terme canadiens les fluctuations brusques de leurs pendants américains et à laisser une partie de ces pressions se répercuter sur le taux de change du dollar canadien. Seuls les gens qui ne se donnent pas la peine

d'examiner les faits peuvent croire que les taux d'intérêt canadiens ont simplement emboîté le pas aux taux américains. Au cours des deux dernières années, les taux d'intérêt à court terme canadiens ont fluctué entre quelque 4 points de pourcentage au-dessous des taux américains et environ 5 points de pourcentage au-dessus de ceux-ci. En février dernier, nous avons pu, pendant un moment, pratiquer au Canada des taux d'intérêt à court terme qui étaient légèrement inférieurs aux taux américains correspondants.

Permettez-moi de dire que j'espère bien sincèrement que les États-Unis seront en mesure de gérer leurs affaires de façon à réduire considérablement leurs taux d'intérêt et à les stabiliser. Dans une telle éventualité, nous aurions une marge de manoeuvre un peu plus grande dans la mise en oeuvre de notre politique monétaire.

Le fait que les taux d'intérêt à court terme canadiens aient été à quelques reprises, ces derniers temps, inférieurs à leurs pendants américains ne signifie pas qu'une telle relation puisse se maintenir, à moins que la situation relative des deux pays sous le rapport de l'inflation se modifie considérablement. Le taux d'inflation est à l'heure actuelle beaucoup plus élevé au Canada qu'aux États-Unis. Il serait vraiment irréaliste de croire que l'on puisse, dans de telles conditions, maintenir

arbitrairement les taux d'intérêt à court terme canadiens au-dessous des taux américains en lâchant la bride à l'expansion monétaire, et ce, sans engendrer une chute du taux de change. Jusqu'où tomberait le dollar canadien? Si les autorités d'un pays en proie à de fortes pressions inflationnistes internes, comme c'est le cas au Canada, appliquaient une politique qui était perçue comme favorisant la dépréciation, la confiance du marché dans cette monnaie s'effriterait rapidement, et la valeur de celle-ci diminuerait considérablement. L'expérience montre que le marché ferait alors baisser tellement le cours de la monnaie que les autorités se sentiraient obligées de prendre des mesures énergiques pour rétablir l'ordre et que ces mesures comporteraient à coup sûr un relèvement substantiel des taux d'intérêt. De toute façon, une dépréciation marquée aggraverait considérablement l'inflation au Canada et exercerait de fortes pressions à la hausse sur les taux d'intérêt. En fin de compte, il est presque certain que les taux d'intérêt seraient plus élevés qu'ils n'auraient été autrement.

Ceux qui croient que notre taux de change n'enregistrerait qu'un léger recul si l'on faisait baisser nos taux d'intérêt de plusieurs points de pourcentage font preuve, entre autres choses, d'une ignorance grave de la psychologie des marchés de change. Ils semblent ne rien comprendre au phénomène

que j'ai vu décrire récemment, avec beaucoup de justesse, comme "la façon implacable dont les marchés s'attaquent aux monnaies qu'ils considèrent comme des perdants".

J'ai surtout parlé jusqu'ici des taux d'intérêt et je voudrais aborder maintenant un sujet d'ordre plus général, celui des exigences d'un ralentissement de l'inflation. Il faut, d'une part, créer un climat économique propice à ce ralentissement. Ceci est maintenant chose faite; c'est en partie la conséquence de la récession économique qui a commencé à l'échelle internationale. D'autre part, et cela est tout aussi important, il faut que le monde des affaires, les travailleurs et le secteur public réagissent avec souplesse à ce climat. La conjoncture des marchés de biens et de services, tant au Canada qu'à l'étranger, ne se prête plus à des hausses rapides des prix et des salaires. Les entreprises et les travailleurs ont maintenant tout intérêt à réagir à ces situations en modérant la croissance des prix et des revenus de manière à sauvegarder l'emploi et la production. Les entreprises qui sont incapables d'être compétitives ne pourront ni faire de profits ni créer d'emplois. Ce qu'il faut, c'est que les secteurs de l'économie qui ne sont pas soumis directement aux pressions du marché ne tardent pas à emboîter le pas lorsque les secteurs soumis à ces pressions restreignent les accroissements

des revenus. Le secteur public doit reconnaître la part de responsabilité qui lui incombe dans le maintien des coûts canadiens à des niveaux compétitifs. Jusqu'à maintenant, on voit beaucoup plus chez les agents économiques américains que chez les Canadiens des réactions pragmatiques face aux réalités du monde d'aujourd'hui.

On entend beaucoup parler ces jours-ci de la nécessité de rattrapage pour divers groupes. La vérité, c'est que, à l'heure actuelle, le Canada ne produit pas suffisamment en termes réels pour jouer au jeu du rattrapage, qu'il s'agisse de profits ou de revenus. Penser que chacun a droit à une augmentation de salaire au moins égale à l'augmentation de l'indice des prix à la consommation, ou supérieure si l'on croit qu'il y a quelque part au Canada un groupe quelconque qui est mieux payé, c'est penser que le monde entier nous doit ce que nous considérons être un niveau de vie convenable, quelle que soit notre production en termes réels. Une telle attitude ne peut être prise au sérieux.

Maintenant que j'ai mentionné, au sujet de la diminution de l'inflation, qu'il faut être deux pour valser - autrement dit qu'il faut à la fois des politiques anti-inflationnistes et des réactions souples à ces politiques -, j'aimerais examiner la question de savoir quelles mesures doit prendre une banque centrale lorsque l'économie ne réagit pas bien à l'apparition d'un climat moins inflationniste.

Bon nombre de facteurs expliquent qu'une économie puisse ne pas réagir avec souplesse à une conjoncture moins inflationniste. Il se peut que les attentes au sujet de l'évolution future de l'inflation soient enracinées si profondément dans l'esprit des gens que ceux-ci ne croient tout simplement pas que l'on permettra à un climat financier anti-inflationniste de se maintenir. Ils estiment que la banque centrale ou le gouvernement, ou même les deux, n'auront pas la volonté de tenir ferme devant les tensions qui accompagnent inévitablement toute diminution du taux d'inflation. Peut-être aussi que certaines entreprises ou certains groupes de travailleurs s'imaginent qu'ils peuvent sans courir de risques faire fi des pressions générales du marché, soit parce que le marché des biens ou des services qu'ils fournissent est protégé d'une façon ou d'une autre, soit parce qu'ils sont en mesure d'exercer sur l'offre de ces biens ou services un contrôle tel qu'ils peuvent exiger des hausses inflationnistes des prix ou des revenus. Lorsque de telles réactions se produisent dans un climat anti-inflationniste, elles engendrent une baisse de la production et une aggravation du chômage plutôt qu'une amélioration de la tenue des coûts et des prix.

Qu'est-ce qu'une banque centrale devrait faire en pareil cas? Que peut-elle vraiment faire? Ses pouvoirs s'exercent essentiellement dans un seul domaine. Elle peut

accroître ou réduire le taux de l'expansion monétaire. Si l'économie ne réagit pas bien aux pressions du marché, la banque centrale ne devrait pas être obligée d'actionner la planche à billets pour camoufler les fissures qui apparaissent dans la structure de l'économie. La banque centrale ne doit pas céder à la tentation, très forte, de remplir un certain rôle résiduel, qui permettrait peut-être une amélioration temporaire de l'activité économique mais qui se solderait, en fin de compte, par une aggravation de l'inflation. S'il existe dans les secteurs privé et public des pratiques qui tendent à favoriser l'inflation - ne disons rien de l'inefficacité -, on doit les attaquer de front. Ces pratiques ne doivent pas servir de prétexte à l'abandon d'une politique financière raisonnable.

Si je vous parle des difficultés que soulève la réaction de l'économie à des politiques anti-inflationnistes, c'est un peu parce que ces difficultés sont reliées à une question que l'on me pose parfois : Jusqu'à quel point devra s'élever le taux de chômage, et combien d'autres faillites, combien d'autres saisies devront se produire avant que la Banque renonce à sa politique de restriction monétaire? Puisque la capitulation devant l'inflation n'est pas une solution à notre problème, il serait préférable de se demander combien il faudra

de temps pour que, réagissant de façon réaliste à la situation actuelle, les Canadiens adoptent la discipline financière nécessaire pour empêcher les fermetures d'entreprises et les pertes d'emplois.

Je voudrais, pour conclure, aborder une autre question qu'on me pose quelquefois. Quel espoir pouvez-vous nous donner? Y a-t-il un peu de lumière au bout du tunnel?

La réponse à cette question est qu'il est bien sûr permis d'espérer une amélioration de la tenue de l'économie, quoiqu'il nous reste encore bien du chemin à parcourir. La récession économique dure encore à l'étranger, et la plupart des autres pays ne croient pas, pour les mêmes raisons qui s'appliquent ici, qu'ils ont la latitude nécessaire pour mettre en oeuvre des grandes politiques de stimulation. Mais c'est un fait que les récessions génèrent des forces auto-correctrices et qu'elles finissent par se résorber. Nombreux sont ceux qui croient que la récession qui a frappé les États-Unis est presque terminée, et la plupart des observateurs s'attendent à voir une certaine reprise aux États-Unis et au Canada au cours du second semestre de l'année. Ce qui importe pour les Canadiens, ce n'est pas tellement de savoir si, oui ou non, une reprise économique se produira dans le monde, mais plutôt si le Canada sera en mesure de mettre suffisamment d'ordre dans ses affaires pour être en

mesure de participer pleinement à cette reprise. Nous sommes en train de marquer quelques points dans la lutte contre l'inflation mais nous devons encore en marquer bien d'autres.

Il est d'usage de terminer ce genre de discours sur une note optimiste, en évoquant le brillant avenir qui attend les Canadiens en raison de la richesse et de l'abondance des ressources naturelles du pays. Mais nous semblons devoir faire face à des problèmes considérables en dépit de toutes ces ressources. Peut-être devrions-nous concentrer nos regards moins sur nos ressources que sur nous-mêmes. Les Canadiens sont-ils réellement incapables d'associer leurs énergies pour créer une économie dynamique, exempte d'inflation et très compétitive? Je ne le crois pas du tout, et vous non plus, j'en suis sûr. Alors nous ferions bien de nous y mettre tout de suite.