



---

Observations préliminaires  
faites par Gerald K. Bouey  
Gouverneur de la Banque du Canada  
devant le  
Comité sénatorial permanent  
des Finances nationales  
le mardi 23 mars 1982

---

---

Observations préliminaires  
faites par Gerald K. Bouey  
Gouverneur de la Banque du Canada  
devant le  
Comité sénatorial permanent  
des Finances nationales  
le mardi 23 mars 1982

---

Mon Rapport annuel a été publié, comme vous le savez, il y a quelques jours, et je crois savoir que des exemplaires en ont été mis à la disposition du Comité.

Dans ce Rapport, j'ai examiné brièvement l'évolution économique et financière qu'a connue le Canada au cours de l'année dernière. J'ai cherché à placer cette évolution dans le cadre général de la conjoncture enregistrée sur une période plus longue tant au Canada qu'à l'étranger. La plus grande partie de ce Rapport a été consacrée à l'analyse de la politique monétaire suivie par la Banque du Canada dans le contexte du moment. J'ai essayé de décrire la nature du problème de taux d'intérêt auquel nous faisons face au Canada et d'expliquer pourquoi un changement de la politique de la Banque du Canada n'aiderait pas grandement à régler ce problème.

A cet égard, je crois comprendre que l'une des questions qui intéressent tout particulièrement ce Comité est celle que l'on pourrait appeler la question des taux d'intérêt "fabriqués au Canada". Je consacrerai donc l'essentiel de mes observations préliminaires à ce sujet.

Mais j'aimerais commencer par deux questions. A quoi reconnaît-on les taux d'intérêt "fabriqués au Canada"? Dans quelle mesure est-il possible de formuler, dans ce monde où les pays sont économiquement interdépendants, une définition utile des taux d'intérêt "fabriqués au Canada"?

Dans une société libre, les taux d'intérêt ne sont pas des éléments du système économique déterminés de façon tout à fait arbitraire. Ils sont fonction de la productivité réelle du capital et 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 et, en période d'inflation, ils sont plus élevés que les taux correspondant à la tendance générale de l'inflation.

Lorsqu'on étudie les taux d'intérêt canadiens actuels sous cet éclairage, ils n'apparaissent en rien exagérés ou inhabituels. Certes, les taux d'intérêt sont élevés par rapport aux niveaux qu'ils ont connus dans le passé, mais les taux d'inflation le sont eux aussi. Il y a de cela vingt ou trente ans, lorsque l'inflation était très faible, les taux d'intérêt étaient beaucoup plus élevés que le taux d'inflation, et personne ne trouvait cela étrange ou déraisonnable. Personne ne prétendait que ces taux d'intérêt, qui étaient supérieurs aux faibles taux d'inflation, n'étaient pas "fabriqués au Canada".

Le point essentiel que je veux souligner est que, compte tenu du taux actuel d'inflation au Canada, les taux d'intérêt canadiens sont de l'ordre des taux qu'on serait fondé à attendre au Canada.

Bien que, fondamentalement, ce soit là la situation, les taux d'intérêt ont considérablement augmenté et diminué au cours des quelque deux dernières années. La tendance à la hausse s'explique partiellement par l'aggravation de l'inflation et des anticipations relatives à l'inflation au Canada durant la plus grande partie de cette période, ce qui a exercé de fortes pressions à la hausse sur les taux d'intérêt. Cette tendance était particulièrement visible dans le cas des taux d'intérêt à moyen terme et à long terme, les épargnants étant devenus plus réticents à placer leurs fonds pour de longues périodes à des taux d'intérêt fixes. Mais la volatilité manifestée par les taux d'intérêt canadiens dans leurs fluctuations de part et d'autre de leur tendance générale s'expliquent surtout par le fait que les taux d'intérêt à court terme américains ont été particulièrement volatiles et que cela a eu des incidences fâcheuses et inévitables au Canada.

A plusieurs reprises au cours de cette période, la Banque du Canada a pris des mesures visant à atténuer

l'incidence qu'avaient sur les taux à court terme canadiens les fluctuations brusques de leurs pendants américains. La dernière fois que cela s'est produit, c'est pendant la période qui va de la fin de 1981 à ce jour. Les taux d'intérêt à court terme américains ont augmenté assez fortement, mais les taux à court terme canadiens sont restés relativement stables. L'impact qu'a eu sur le dollar canadien la disparition, pendant un certain temps, de l'écart positif entre les taux d'intérêt à court terme canadiens et américains a été atténué par la croyance générale que la hausse des taux américains serait de courte durée.

Ceci est un des multiples exemples qui illustrent une réalité inévitable, à savoir que les modifications de la conjoncture financière aux États-Unis influencent la conjoncture canadienne et ont des incidences soit sur les taux d'intérêt, soit sur le taux de change, soit sur l'un et l'autre. Chaque fois, la Banque du Canada a adouci et réparti, dans la mesure du possible, l'impact de cette situation entre le taux de change et les taux d'intérêt, essayant d'éviter des fluctuations brusques des taux d'intérêt ou du taux de change qui ne semblaient pas justifiées par la conjoncture économique canadienne. Mais cela ne signifie toutefois pas que la tendance générale par rapport à laquelle les taux d'intérêt canadiens ont enregistré des écarts n'était

pas opportune compte tenu de la situation économique du pays. Comme je viens de le dire, la tendance générale de nos taux d'intérêt est celle à laquelle on aurait pu s'attendre à la lumière de notre taux d'inflation.

Nous devons nous rappeler que les pressions qui s'exercent sur les taux d'intérêt et sur le taux de change ne viennent pas uniquement d'événements qui se produisent au-delà de nos frontières. Il y a certainement dans la forte hausse des prix et des coûts que connaît le Canada une proportion très grande d'éléments "fabriqués au Canada". Nous sommes capables de soumettre les taux d'intérêt et le taux de change à nos propres chocs. Vers le milieu de l'an dernier, le dollar canadien a été l'objet d'extraordinaires pressions à la baisse, tandis que les taux à court terme augmentaient considérablement. Cela n'était pas attribuable à une modification quelconque de la conjoncture économique aux États-Unis, mais à des phénomènes survenus au Canada même. La vague croissante des prises de contrôle par les Canadiens de sociétés étrangères établies au Canada a fortement secoué le marché des changes au mois de juillet. En dépit de l'augmentation marquée des taux d'intérêt à court terme canadiens, le dollar canadien a fléchi de 3 % en l'espace de trois semaines. La hausse des taux d'intérêt était à l'origine une réaction du marché intérieur à la chute du

dollar canadien, mais, dans les circonstances, la Banque du Canada n'avait pas d'autre choix responsable que d'accepter le fait.

Qu'elles aient été la conséquence de fluctuations des taux d'intérêt aux États-Unis ou celle de chocs d'origine canadienne, les pressions extrêmement fortes qui se sont exercées de temps à autre sur le dollar canadien au cours des dernières années n'en ont pas moins exigé des réactions rapides de la politique monétaire. Nos réactions n'étaient pas inspirées par l'obsession de maintenir le taux de change à un niveau quelconque. Elles s'expliquaient par le désir d'éviter que la conjoncture déjà fortement inflationniste ne soit aggravée par une instabilité du taux de change et par une perte de confiance dans le désir des autorités canadiennes de contrôler l'inflation.

Une fois que les gens ont perdu confiance dans le désir et la ferme volonté des pouvoirs publics de lutter contre l'inflation, il n'est pas facile de rétablir cette confiance. Les effets d'une érosion de la confiance des marchés financiers peuvent être rapides et dévastateurs et ils peuvent affecter gravement la production et l'emploi. 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, dans une telle situation, on pourrait maintenir arbitrairement les taux d'intérêt à court terme au-dessous des taux américains en lâchant la bride à l'expansion monétaire, et ce, sans engendrer une chute du taux de change. La baisse du dollar canadien entraînerait à son tour une nouvelle aggravation de l'inflation au Canada, creuserait l'écart entre les taux d'inflation enregistrés au Canada et aux États-Unis et renforcerait les pressions sur le taux de change. A un moment donné, il faudrait bien modifier cette politique pour redresser la situation et nous nous retrouverions alors avec des taux d'intérêt encore plus élevés qu'au début.

En même temps, je crois avoir à peine besoin de dire que les États-Unis seront en mesure de gérer leurs affaires de façon à faire baisser considérablement leurs taux d'intérêt et à les maintenir à des niveaux plus stables. Dans une telle éventualité, nous aurions une marge de manoeuvre un peu plus grande dans la mise en oeuvre de notre politique monétaire. Cependant, si nous ne parvenons pas à faire reculer le taux d'inflation au Canada, les possibilités de faire baisser autant les taux d'intérêt canadiens seront très minces.

Avant de terminer ces observations sur les taux d'intérêt "fabriqués au Canada", je tiens à faire remarquer que certaines des préoccupations que j'ai entendu les gens exprimer au sujet de l'influence des taux d'intérêt américains

sur les taux canadiens sont liées davantage à des craintes relatives à l'évolution future qu'à la situation actuelle. Certaines des prévisions que l'on voit sur l'évolution future des taux d'intérêt aux États-Unis ne manquent pas de surprendre, mais je crois qu'elles s'appuient sur des hypothèses trop pessimistes de la façon dont la situation évoluera aux États-Unis. Je ne pense pas qu'il soit raisonnable de s'attendre à ce que les taux d'intérêt américains enregistrent une sorte d'escalade et montent beaucoup plus haut que les sommets antérieurs, comme le montrent certaines prévisions extrêmes.

Permettez-moi de dire un mot des difficultés, de la frustration et de la colère qu'engendre le niveau actuel des taux d'intérêt. Je sais qu'il existe un vif désir de trouver une solution facile à nos problèmes économiques actuels. Mais les choses iront mieux si nous adoptons une attitude réaliste plutôt que de nous en tenir à des vœux pieux. L'objectif que vise la Banque du Canada est de faire baisser les taux d'intérêt de la seule manière qui puisse les maintenir à de bas niveaux, soit par une diminution du taux d'inflation au Canada. La politique monétaire a réagi aux phénomènes susceptibles de compromettre la réalisation de cet objectif, que ces perturbations viennent du Canada ou de l'étranger. J'appelle cela une politique qui est "fabriquée au Canada" et qui sert les intérêts économiques du Canada.