
NE PAS PUBLIER AVANT 13 H, HEURE NORMALE DE L'EST
LE 29 NOVEMBRE 1982



EN SE REMETTANT DE L'INFLATION

Allocution prononcée par
Gerald K. Bouey
Gouverneur de la Banque du Canada
au
Canadian Club
Toronto, Ontario
le 29 novembre 1982

Allocution prononcée par
Gerald K. Bouey
Gouverneur de la Banque du Canada
au Canadian Club
Toronto, Ontario
le 29 novembre 1982

EN SE REMETTANT DE L'INFLATION

L'économie canadienne, comme celle de beaucoup d'autres pays, passe par une période très difficile. Le ralentissement de l'activité que nous observons maintenant est le pire que nous ayons connu depuis la fin de la guerre. Ce que j'aimerais faire aujourd'hui, c'est de replacer dans son contexte la situation que nous vivons présentement. Si nous parvenons à identifier clairement la principale cause de nos difficultés actuelles, notre économie aura de meilleures chances de bien fonctionner à l'avenir.

La principale source de nos difficultés actuelles est l'inflation. Une forte inflation. Ce que Theodore H. White a appelé la grande inflation. Je crois que ce terme est tout à fait approprié.

Pour replacer la conjoncture économique actuelle dans son contexte historique, je me permets de vous rappeler les grandes lignes de l'évolution qu'a connue l'économie mondiale durant les cinquante dernières années. Cette période a commencé avec la crise des années 30, qui a été suivie, de 1939 à 1945, de la Seconde Guerre mondiale. Puis, de 1946 aux environs de 1970, il y a eu ce

que l'on pourrait appeler la grande prospérité de l'après-guerre. Si l'on s'en tient à l'amélioration des niveaux de vie, cette période peut être considérée comme le meilleur quart de siècle de l'histoire. Le taux de chômage était en général faible. Pendant la majeure partie de la période, l'inflation a été contenue. Cela a été facilité par le fait que les fortes anticipations d'inflation ont mis du temps à se développer, ce qui, à mon avis, était dû en grande partie au souvenir de la grande crise et à la crainte qu'elle ne se reproduise. Cette crainte s'est estompée à mesure que la direction vers laquelle tendaient les politiques économiques de l'après-guerre apparaissait de façon plus nette. Chaque nouveau cycle économique a été marqué par un taux d'accroissement moyen des coûts et des prix plus élevé que le précédent. Les attitudes se sont modifiées progressivement, et à la fin de la période, le processus de développement d'une psychose inflationniste généralisée était bien amorcé.

Cette observation m'amène à parler de la grande inflation. Je n'ai pas l'intention de trop m'attarder à revoir avec vous les origines et l'historique de cette inflation. Cela, je l'ai déjà fait à d'autres occasions. Je dirai seulement que cette inflation a été provoquée essentiellement par des politiques trop ambitieuses, les politiques économiques en général et les politiques financières en particulier. Presque tous les pays ont trop poussé leurs systèmes économiques, les forçant à fonctionner à des rythmes plus élevés que ceux qu'ils pouvaient supporter sans engendrer de pressions inflationnistes.

Il convient de noter que les chocs qui se sont produits au niveau de l'offre mondiale au cours des années 70 et dont la modification de la situation énergétique constitue l'exemple le plus spectaculaire, n'ont pas été les principales causes de la forte poussée inflationniste du début de cette décennie; l'inflation était déjà à un stade assez avancé avant la première augmentation des prix du pétrole. Les coûts énergétiques ont considérablement aggravé la situation dans tous les pays, mais les pays qui ont le mieux réussi à contenir l'inflation étaient parmi les plus exposés aux chocs pétroliers.

Durant les années 70, les pays qui ont composé avec l'inflation n'ont pas joui d'une meilleure situation économique que ceux qui lui ont opposé une résistance. Bien au contraire. Le manque de fermeté des politiques financières n'a fait que renforcer l'inflation et les anticipations d'inflation. Les décisions pénibles qui auraient pu être prises plus tôt ont dû l'être par la suite, dans une situation plus difficile. À la fin de la décennie, presque tous les pays du monde industrialisé en étaient venus à considérer l'inflation comme la principale menace à une bonne tenue de l'économie et appliquaient des politiques financières restrictives.

Grâce à l'orientation restrictive des politiques financières, de la politique monétaire en particulier, l'inflation est en train d'être endiguée. Le dosage des politiques budgétaire et monétaire

dans le monde aurait pu être meilleur. Dans un grand nombre de pays, on a mis davantage à contribution la politique monétaire que la politique budgétaire dans la lutte contre l'inflation, ce qui s'est traduit par des taux d'intérêt extrêmement élevés et par une répartition très inégale de l'impact des politiques restrictives sur les différentes couches sociales. Une approche plus équilibrée aurait été préférable. De même, il aurait été préférable que le durcissement de la politique financière s'effectuât plus tôt. L'orientation restrictive était trop faible pendant les premières années pour pouvoir contenir l'inflation et les anticipations inflationnistes; et de fait, c'est seulement après un durcissement très marqué des politiques restrictives qu'on a commencé à voir baisser le taux d'inflation.

Nous assistons actuellement au choc d'une inflation vigoureuse et de politiques financières suffisamment restrictives pour la contenir. Le fait que tous les grands pays poursuivent depuis quelque temps des objectifs anti-inflationnistes signifie que les politiques mises en oeuvre dans notre pays se trouvent renforcées par l'incidence globale de politiques appliquées à l'étranger.

Les tensions auxquelles nous sommes présentement soumis au Canada sont grandement amplifiées par la résistance au processus anti-inflationniste. Que ce soit à cause de la persistance des anticipations de taux élevés d'inflation ou de certaines rigidités

que comportent nos systèmes économiques, la tendance des salaires et des traitements a réagi à l'évolution actuelle avec beaucoup moins de souplesse qu'on ne le souhaitait. Cependant, certains indices donnent à penser que de plus en plus de gens réagissent maintenant à la faiblesse des marchés d'une façon conforme à leurs propres intérêts.

La conséquence de tout cela, c'est que la réduction du taux d'inflation au Canada s'est accompagnée d'un grave ralentissement de l'activité économique. Les tensions se manifestent de façon inquiétante : taux de chômage élevé, sous-utilisation considérable de capacités de production, bas niveaux des bénéfices des sociétés, nombre élevé de faillites d'entreprises. Cette situation découle, plus que de toute autre chose, du fait que nous avons laissé l'inflation s'emballer autant qu'elle l'a fait. Cela aurait été tellement mieux si, au départ, l'on avait empêché l'inflation de s'implanter!

Quand on essaie de se faire une idée de l'ampleur de la grande inflation, il est naturel de se référer à l'ampleur de la hausse des prix ou de la chute de la valeur de la monnaie. Ainsi, sur l'ensemble de la dernière décennie, le pouvoir d'achat du dollar canadien a diminué de plus de 60 %, soit davantage qu'au cours des vingt-cinq années précédentes. Mais si l'on pense à tout ce qui s'est produit dans l'économie, on peut dire que cette chute du pouvoir d'achat n'était que la pointe de l'iceberg. Il y a eu aussi l'effritement de la confiance dans la valeur future de notre

monnaie et les graves répercussions que cela a eues sur la planification de décisions économiques. Il faut ajouter à cela les bouleversements, les incertitudes et les frustrations auxquels ont donné lieu la volatilité des taux d'intérêt et les fortes fluctuations du taux de change qui reflétaient les changements d'opinion des gens sur ce qui allait se passer dans divers pays. On ne saurait enfin passer sous silence la perte de confiance dans la capacité du système économique de bien fonctionner et dans son équité fondamentale.

Un des moyens par lesquels les anticipations de plus en plus fortes d'inflation ont remodelé les attitudes au Canada et dans d'autres pays a été de faire croire à un nombre croissant de personnes que le plus sûr moyen de réussir était de s'endetter le plus possible. Cela équivalait dans la pratique à gager que le poids immédiat de la dette diminuerait en peu de temps sous l'effet de l'inflation, ce qui donnerait à l'emprunteur quelques longueurs d'avance. Ainsi, les comportements qu'on pourrait caractériser de prudents ont perdu de leur valeur. Bien entendu, c'est ainsi que les choses se sont passées pendant assez longtemps au Canada comme à l'étranger. Entre-temps, les emprunteurs sont devenus, intentionnellement ou non, directement intéressés à voir se perpétuer les taux élevés d'inflation. Et cela au point que si le taux d'inflation venait à grimper de nouveau, ils ne s'en porteraient que mieux!

Les observations contenues dans le récent Rapport du comité consultatif sur l'inflation et l'imposition du revenu personnel de placements - le Comité Lortie - concordent avec celles que je viens de faire. Le Comité a convenu que l'interaction de l'inflation et du système fiscal conjuguée à l'application des concepts comptables traditionnels ont eu des incidences négatives très fortes sur le niveau et la répartition de l'épargne et de l'investissement. Les membres du Comité ont affirmé d'un commun accord que la meilleure solution à long terme était de réduire considérablement ou d'éliminer l'inflation. Ils ont unanimement recommandé que les gouvernements ainsi que tous les autres secteurs de l'économie canadienne fassent tous les efforts possibles pour réduire ou éliminer l'inflation.

En raison des distortions qui se sont produites, il était impossible de se retirer d'un monde caractérisé par l'inflation sans créer d'épineux problèmes de transition sur les marchés financiers. Les dettes excessives contractées dans le climat inflationniste en sont un exemple. La nécessité de faire face aux difficultés créées par le volume énorme de ces dettes exercera un effet de freinage sur l'expansion pendant quelque temps. Un élément qui contribue à atténuer ces problèmes réside dans le fait que, ces dernières années, une très grande partie des dettes - même celles à moyen et à long termes - a été contractée à des taux flottants, c'est-à-dire à des taux d'intérêt liés à ceux des engagements à court terme. Le niveau des taux à plus court terme baisse lorsque

le taux d'inflation diminue. Cet élément a maintenant l'effet bénéfique d'alléger le service de la dette.

Le problème de l'endettement revêt une dimension internationale de grande importance. Un certain nombre de pays qui ont accumulé d'énormes dettes pendant la période d'inflation ont à présent de grandes difficultés à assurer le service de ces dettes en raison de la faiblesse de leurs marchés d'exportation. De toute évidence, ces pays ne peuvent continuer à emprunter comme auparavant, mais il est nécessaire de s'assurer qu'il y aura encore des fonds pour financer des opérations saines lorsque les prêteurs auront adopté une attitude et des politiques plus prudentes. Il y a une communauté internationale d'intérêts en cause, et les institutions financières internationales devront jouer un rôle de plus en plus important en veillant à ce que le processus d'ajustement s'accompagne d'un minimum de perturbations au niveau des paiements internationaux et du commerce mondial. Cela ne pourra se faire qu'au prix d'une bonne dose de coopération internationale, coopération dont on ne peut se passer et qu'on aura certainement.

Mais revenons à la situation actuelle de notre économie. Celle-ci ne présente pas beaucoup de motifs de satisfaction, mais un changement fondamental dans la bonne direction réside dans les progrès qui ont été enregistrés dans la lutte contre l'inflation. Cela a rendu possible une baisse des taux d'intérêt, et, de fait,

un important ajustement à la baisse s'est produit. Par exemple, les taux préférentiels des banques à charte, qui étaient de 18 1/4 % vers le milieu de l'année, sont progressivement tombés à 13 %. Cette évolution a bien sûr été grandement facilitée par le recul marqué des taux américains.

Maintenant que nous avons abordé la question de la politique monétaire, je ferais remarquer que, depuis quelque temps, la Banque du Canada n'a pas été en mesure de faire une grande utilisation des cibles d'expansion monétaire dans la mise en oeuvre de sa politique. Si vous le permettez, je tenterai de vous expliquer brièvement cette question plutôt technique.

C'est en 1975 que la Banque a commencé à viser un objectif monétaire explicite. Elle en était arrivée à la conclusion que le choix de l'agrégat monétaire au sens étroit, M1, comme cible l'aiderait à se faire une opinion juste sur le niveau des taux d'intérêt en période d'inflation. Je crois que cette pratique a eu pour effet d'améliorer la politique monétaire. L'utilisation d'une cible monétaire a aussi aidé à préciser ce que l'on entendait par politique monétaire restrictive.

Malheureusement, l'agrégat monétaire sur lequel la Banque a le plus concentré son attention, en l'occurrence l'ensemble de la monnaie et des dépôts à vue ou M1, est devenu depuis quelque temps - plus d'un an maintenant - un guide moins fiable qu'il ne l'était

auparavant. À plusieurs occasions, la Banque a fait état de l'instabilité qui est apparue dans la relation existant entre M1 et les niveaux de la dépense et des taux d'intérêt. Il est maintenant clair que M1 a subi des ponctions considérables et continuelles, du fait des modifications apportées aux pratiques bancaires. Parmi les modifications en question, il y a l'expansion continue des services de gestion de l'encaisse qui permettent aux entreprises de placer pour un jour les soldes excédentaires de leurs comptes courants; il y a aussi la création des comptes qui combinent les caractéristiques du compte d'épargne et du compte de chèques et dont le public fait un usage croissant. Ces changements ont fait que les statistiques de M1 ne constituent plus, à l'heure actuelle, un guide utile pour la politique monétaire. Dans ces circonstances, je veux informer le public que la Banque a cessé de viser des cibles définies en fonction de cet agrégat. Je regrette cela, car un agrégat monétaire qui est lié de façon systématique à la tendance de la dépense globale a l'avantage d'aider à estimer le degré d'expansion monétaire qui convient à l'économie, tout en aidant, en particulier, à éviter des erreurs cumulatives. Aussi la Banque continue-t-elle de chercher des moyens d'utiliser à l'avenir un agrégat monétaire davantage qu'elle ne peut le faire maintenant.

Ce que je viens de dire au sujet des agrégats monétaires n'a rien de nouveau pour ceux qui ont, ces derniers mois, suivi de près les mesures prises par la Banque du Canada et lu les déclarations

que nous avons faites. Ces personnes savent aussi que le fait que la Banque n'ait pas eu à sa disposition une cible monétaire utilisable n'a pas posé de problèmes majeurs ces derniers temps. Les renseignements pertinents qu'on peut tirer de l'évolution économique et financière n'ont certainement pas manqué. Dans la conjoncture économique actuelle, la Banque du Canada a souhaité ardemment voir les taux d'intérêt s'établir aux plus bas niveaux compatibles avec la résistance qu'il fallait continuer d'opposer à l'inflation. Elle a repoussé l'idée de tenter délibérément de forcer les taux à baisser rapidement de plusieurs points de pourcentage sans se soucier de l'incidence que cela aurait sur le taux de change; une telle politique aurait contribué à miner la confiance dans le dollar canadien, ce qui, conjugué à l'inflation qui s'en suivrait, aurait empêché de maintenir les taux d'intérêt aux bas niveaux ainsi obtenus. Je crois que notre approche a été réaliste et prévoyante, et je suis heureux qu'elle ait facilité ces derniers mois un important ajustement à la baisse des taux d'intérêt. Je crois également qu'elle offre les meilleures chances d'en arriver à des taux d'intérêt plus bas, encore qu'il ne soit pas raisonnable, même si les choses vont bien, de s'attendre à une tendance ininterrompue à la baisse. Les marchés ne fonctionnent pas de cette façon.

Les taux d'intérêt ne sont pas à l'heure actuelle beaucoup plus élevés au Canada qu'aux États-Unis, où le taux d'inflation est beaucoup plus bas. Le maintien de la tendance à la baisse

des taux d'intérêt canadiens dépend, plus que de toute autre chose, d'une baisse continuelle du taux d'inflation.

Grâce aux progrès accomplis au Canada dans la lutte contre l'inflation, nous pouvons parler maintenant avec plus de confiance d'un taux d'augmentation des prix à un chiffre, plutôt qu'à deux chiffres. Toutefois, nous sommes encore loin d'une stabilité raisonnable des prix. Qui plus est, nos principaux partenaires commerciaux sont beaucoup plus près de cet objectif que nous. Il est donc nécessaire de persévérer dans la voie que nous avons suivie pour améliorer la tenue de nos prix et de nos coûts. Plus nos progrès dans ce sens seront rapides, meilleures seront nos chances d'une reprise de la croissance en termes réels.

Je ne crois pas qu'un grand nombre d'entre vous soient d'un avis contraire sur ce point, mais certains commentateurs laissent entendre qu'il est maintenant temps d'oublier la question de l'inflation pour nous préoccuper exclusivement de mettre en oeuvre des politiques expansionnistes. Cette opinion repose sur l'erreur de compréhension la plus répandue et la plus grave en matière de politique économique, à savoir que les gouvernements et les banques centrales peuvent réaliser et maintenir un niveau élevé d'emploi s'ils sont disposés à cesser de se préoccuper de l'inflation. En matière économique, aucun conseil n'est plus séduisant ni plus facile à suivre pendant un certain temps que celui-là; aucune formule n'a été essayée plus souvent et aucune n'a conduit à des

échecs aussi complets. Le fait est qu'une grande stabilité de la monnaie est une condition essentielle du maintien d'un niveau élevé d'emploi, et non un obstacle à celui-ci. Voilà pourquoi il est sage de mettre un terme à la grande inflation.

Pour terminer, j'aimerais résumer quelques-unes des idées que j'ai développées aujourd'hui. La principale cause des graves problèmes économiques que nous connaissons depuis quelque temps réside dans l'inflation. Il faut absolument réduire l'inflation si nous voulons régler ces problèmes. Nous pouvons puiser des motifs d'encouragement dans le ralentissement de l'inflation qui s'est déjà produit au Canada et dans les bonnes perspectives qui s'offrent à nous à ce chapitre. Dans ce contexte, les taux d'intérêt se sont inscrits à la baisse. Au fur et à mesure que nous nous débarrasserons du poids que l'inflation fait peser sur notre économie, les taux d'intérêt pourront baisser et jouer un rôle clef dans la reprise économique que nous souhaitons tous si ardemment.