

---

NE PAS PUBLIER AVANT 14 H 15, HEURE AVANCÉE DE L'EST  
LE 21 SEPTEMBRE 1982

---



---

ALLOCUTION PRONONCÉE  
PAR GERALD K. BOUEY  
GOUVERNEUR DE LA BANQUE DU CANADA  
À LA 53<sup>e</sup> ASSEMBLÉE ANNUELLE  
DE LA CHAMBRE DE COMMERCE DU CANADA  
À OTTAWA (ONTARIO)  
LE 21 SEPTEMBRE 1982

---

Allocution prononcée  
par Gerald K. Bouey  
Gouverneur de la Banque du Canada  
à la 53<sup>e</sup> Assemblée annuelle  
de la Chambre de commerce du Canada  
à Ottawa (Ontario)  
le 21 septembre 1982

---

En guise d'introduction à la séance d'aujourd'hui, je vais essayer, comme vous me l'avez demandé, de brosser un tableau très général qui servira de base aux discussions sur la politique monétaire. Mon exposé comportera deux volets. Dans le premier, je ferai quelques commentaires d'ordre général sur la nature et le rôle de la politique monétaire dans une société industrielle à économie de marché comme celle que nous avons au Canada, sur la façon dont les taux d'intérêt et le taux de change sont déterminés dans cette société et sur les relations existant entre ces taux et le taux d'inflation. Dans le second volet, je ferai quelques remarques sur la situation économique qui existe actuellement au Canada, tout en m'efforçant de la replacer dans son contexte.

Permettez-moi de commencer par souligner une chose que vous connaissez tous, à savoir le caractère très diffus du processus de prise de décisions dans l'économie canadienne. Il y a une masse extraordinaire de décisions relatives à la production - quoi produire, comment le produire, où, quand, pour qui produire, à quel prix vendre et que faire des revenus créés dans le processus de production et de distribution -, et la

plupart de ces décisions sont prises par des individus ou des groupes privés liés les uns aux autres par l'intermédiaire des marchés. Dans une société comme la nôtre, les pouvoirs publics s'en remettent principalement, dans la gestion de l'économie, à la pratique consistant à influencer le cadre dans lequel fonctionnent les marchés. Ils n'ont recours que dans une mesure assez limitée, ou que dans des cas exceptionnels, à l'intervention directe. Vous ne serez donc pas étonnés de m'entendre dire que les pouvoirs conférés à la Banque du Canada par le Parlement ont été conçus à l'intention d'une banque centrale oeuvrant dans une économie de marché de type décentralisé.

Une économie de marché développée a besoin d'un grand nombre de services financiers. Dans notre pays, ces services aussi sont en grande partie le fait de l'initiative privée. Pour que les mécanismes en place fonctionnent adéquatement sur longue période, il doit exister quelque part dans le système un moyen de gérer la masse monétaire. C'est là le rôle de la politique monétaire. Cette politique est, par sa nature, une responsabilité des pouvoirs publics et elle est généralement mise en oeuvre par les banques centrales.

Au Canada, la politique monétaire relève directement de la Banque du Canada. La Banque a donc pour principal objectif d'amener la masse monétaire à s'accroître au rythme qui réponde le mieux aux besoins de l'économie canadienne.

Je ne décrirai pas en détail les moyens techniques auxquels la Banque peut recourir pour réaliser cet objectif, mais je puis vous assurer qu'ils conviennent à la tâche. Les problèmes relatifs à l'arsenal des contrôles dont dispose la politique monétaire revêtent tout au plus une importance secondaire. Le problème fondamental qui se pose à la Banque du Canada, et d'ailleurs à toute banque centrale, est de comprendre l'ensemble complexe du processus économique et financier suffisamment bien pour être en mesure de tracer le profil d'expansion monétaire qui servira le mieux les intérêts économiques de la nation.

Je ne crois pas qu'il puisse exister de graves divergences d'opinions sur la question de l'objectif fondamental qu'on devrait viser en matière d'expansion monétaire. L'expansion monétaire dans un pays donné devrait se poursuivre à un rythme qui garantisse une stabilité raisonnable de la valeur de la monnaie, ou, en d'autres termes, une stabilité raisonnable des prix. Cette généralisation aurait peut-être été considérée comme discutable il y a une ou deux décennies, mais peu de gens en contesteraient la justesse aujourd'hui. Les dommages causés par l'inflation sont trop graves et trop manifestes pour qu'on n'en tienne pas compte. Les économies de marché ne fonctionnent pas, et ne peuvent pas fonctionner, de façon adéquate sans une monnaie qui inspire confiance. La détermination de soutenir la valeur de la monnaie doit être à la base de la mise en oeuvre de la politique monétaire.

Je me rends parfaitement compte que le retour à une meilleure évolution des prix s'avère très ardu après la période d'inflation aiguë que nous avons connue. Bien entendu, le retour immédiat à la stabilité des prix n'est pas un objectif raisonnable dans un pays où l'inflation et les anticipations d'inflation sont enracinées aussi profondément qu'elles le sont au Canada. Ces conditions soulèvent un ensemble particulier de problèmes de transition dont je traiterai dans la seconde partie de l'exposé.

Toutefois, avant d'aborder ces problèmes, j'aimerais dire quelques mots de la façon dont les taux d'intérêt et le taux de change sont déterminés dans notre pays. Il n'est pas rare d'entendre les gens parler comme s'ils croyaient que la Banque du Canada fixait le niveau des taux d'intérêt et du taux de change et qu'elle pouvait faire varier ces taux comme elle l'entendait. C'est là une grave erreur.

Tant les taux d'intérêt que le taux de change sont déterminés essentiellement par l'interaction des forces du marché. Dans une conjoncture économique quelconque, compte tenu des politiques économiques des pouvoirs publics, des pratiques du secteur privé et du rythme d'expansion monétaire, les emprunteurs et les prêteurs, les producteurs et les consommateurs de même que les résidents et les étrangers prennent des décisions qui influencent les marchés financiers et déterminent indirectement le profil des taux d'intérêt et du taux de change. Ces taux varient sous

l'effet des modifications importantes de la conjoncture économique, même si le taux d'expansion monétaire ne change pas. Ils varient également si le taux d'expansion monétaire change. Ainsi, la Banque du Canada peut influencer ces taux en modifiant le taux d'expansion monétaire. Mais, dans la pratique, la mesure dans laquelle la Banque peut exercer cette influence est sujette à d'importantes limites.

J'aimerais développer un peu la question des taux d'intérêt. Qu'arriverait-il dans la conjoncture actuelle si, en supposant toutes choses égales par ailleurs, la Banque du Canada devait chercher à faire baisser substantiellement les taux d'intérêt au Canada en accroissant considérablement le rythme d'expansion monétaire? Les taux d'intérêt commenceraient probablement par baisser, mais la baisse, sauf peut-être dans le cas des taux à terme extrêmement court, ne durerait que le temps qu'il faudrait aux marchés financiers pour comprendre ce que fait la banque centrale. Une fois que les marchés financiers auraient compris ce qui se passe, ils agiraient en anticipant une forte accélération de l'expansion monétaire qui entraînerait à brève échéance une forte accélération de l'inflation. Au Canada, l'accélération de l'inflation serait facilitée et même aggravée par une baisse du cours du dollar canadien, elle-même extrêmement difficile à contrôler. Avant longtemps, personne ne voudrait prêter de l'argent à des taux d'intérêt moins élevés, ni même aux mêmes taux, et le loyer de l'argent augmenterait. En fin de compte, l'initiative de la banque centrale aurait des effets néfastes.

Les réactions des marchés dont je parle ne sont pas d'ordre théorique, mais pratique. Elles se produisent tout le temps. Les niveaux auxquels s'établissent les taux d'intérêt et le taux de change à un moment donné sont toujours réévalués à la lumière de ce qui, dans l'esprit des participants au marché, va se produire dans l'économie canadienne dans un avenir prévisible. Si l'on veut que les taux d'intérêt ou le taux de change évoluent de façon très différente, on doit convaincre ceux qui s'engagent sur ces marchés que les événements se dérouleront d'une façon différente de celle qu'ils envisagent.

Ce sont là mes commentaires d'ordre général. Passons maintenant à la situation économique qui existe actuellement au Canada.

Il s'agit là d'une situation peu reluisante. La production nationale baisse depuis un an et elle est maintenant de quelque 6 % moins élevée qu'elle n'était il y a un an. Le taux de chômage a augmenté considérablement et dépasse aujourd'hui les 12 %; il n'a jamais été aussi élevé depuis les années 30. Et quoique le taux d'inflation ait baissé, et continue de baisser, par rapport aux sommets qu'il avait atteints auparavant, il est encore de l'ordre de 10 %. Il y a donc tout lieu de s'alarmer.

Au cours de l'année qui vient de s'écouler, les taux d'intérêt au Canada ont atteint des niveaux extrêmement élevés. Le taux de base des banques canadiennes a atteint un sommet

de 22 3/4 % il y a un an, après que le taux de change eut enregistré une baisse substantielle. Les taux d'intérêt canadiens sont aujourd'hui bien au-dessous de ces sommets. Le taux de base est maintenant de 15 1/2 %, ayant diminué d'environ 3 points de pourcentage au cours des dernières semaines. La croissance de la masse monétaire et des indicateurs du crédit en général a eu tendance à se ralentir, mais il est plus difficile maintenant d'interpréter l'évolution à court terme de la masse monétaire à cause des déplacements et des réaménagements financiers dont j'ai déjà parlé de façon assez détaillée à d'autres occasions.

La Banque du Canada, comme bien d'autres, aimerait voir se poursuivre la baisse des taux d'intérêt, mais l'ampleur des baisses possibles dépend principalement de deux facteurs : le taux d'inflation au pays et les taux d'intérêt à l'étranger. Ces derniers temps, une baisse des taux d'intérêt américains, qui s'est maintenant en partie inversée, a contribué à rendre possible une diminution des taux canadiens. Les taux d'intérêt canadiens peuvent peut-être encore baisser par rapport au taux d'inflation si la situation à l'étranger s'y prête, mais la marge de manoeuvre n'est pas grande. Aucune baisse importante et durable des taux d'intérêt n'est possible au Canada sans une baisse substantielle du taux d'inflation.



Ce point mérite qu'on s'y attarde. La Banque du Canada doit tenir compte, dans la mise en oeuvre de sa politique monétaire, des répercussions inévitables que les variations des taux d'intérêt américains ont au Canada. Au cours des trois dernières années, la Banque du Canada est intervenue à plusieurs reprises pour atténuer les effets que les fortes variations des taux d'intérêt à court terme américains avaient sur les taux canadiens correspondants, tout en permettant à ces pressions de se répercuter en partie sur le taux de change. Ainsi, les écarts entre les taux pratiqués au Canada et aux États-Unis ont en fait varié dans des proportions considérables. Quant à la tendance fondamentale des taux d'intérêt au Canada, elle est déterminée surtout par l'évolution du taux d'inflation, et ce taux est à l'heure actuelle beaucoup plus élevé au Canada qu'aux États-Unis.

Si l'on observe la situation économique difficile que connaît actuellement le Canada, on constate que les entreprises sont prises comme dans un étau, entre, d'une part, une faible demande pour leurs produits et, d'autre part, des coûts de production de plus en plus élevés. Cela est vrai de presque toutes les catégories d'entreprises - les grandes et les petites - y compris les entreprises agricoles. Voilà la cause de la montée du chômage et de l'augmentation du nombre des faillites.

Bien que les politiques monétaire et budgétaire appliquées au Canada au cours des dernières années aient visé à créer une

conjoncture économique anti-inflationniste, la récession économique mondiale est maintenant une des principales causes de la faiblesse de la demande de produits canadiens. A cause de la situation de trésorerie très serrée des gouvernements fédéral et provinciaux au Canada et de la mauvaise conjoncture que connaissent les marchés financiers, il est extrêmement difficile d'accroître les dépenses publiques pour renforcer la demande au pays. J'ai déjà parlé des contraintes qui empêchent de stimuler la demande au Canada par une baisse des taux d'intérêt.

Ce qui peut être fait pour desserrer l'étouffement dans lequel sont prises les entreprises au Canada et pour atténuer les retombées que cela a sur l'emploi, c'est de ralentir le rythme d'accroissement des coûts dans l'économie. Les marges bénéficiaires ont déjà réagi à la faiblesse des marchés en s'amenuisant considérablement. Au deuxième trimestre de cette année, elles avaient diminué de 44 % par rapport au premier trimestre de 1981. Ce qui aiderait le plus maintenant, c'est un ralentissement du rythme d'accroissement des coûts en main-d'oeuvre. Cela permettrait alors au taux d'inflation et aux taux d'intérêt de baisser.

Pour que notre économie fonctionne adéquatement, le taux d'accroissement des revenus doit réagir au ralentissement de la dépense globale. Celle-ci accuse actuellement au Canada un ralentissement marqué, mais la réaction des demandes au chapitre

des revenus n'a pas été jusqu'à présent assez forte. Cela ne veut pas dire que le taux élevé d'inflation que connaît le Canada soit imputable à un groupe quelconque de la société. Je veux que cela soit très clair. Les augmentations des taux moyens de rémunération n'ont pas précédé, ces dernières années, les augmentations du taux d'inflation. Mais comme les coûts en main-d'oeuvre représentent environ les deux tiers de l'ensemble des coûts dans l'économie, l'inflation ne peut pas se ralentir de façon marquée ni se maintenir à un rythme lent si les taux d'augmentation des salaires et traitements ne diminuent pas dans les secteurs public et privé. Cela ne signifie pas que l'évolution des revenus réels doive refléter le ralentissement de la croissance des revenus nominaux. Les augmentations des revenus nominaux et le taux d'inflation auraient tendance à diminuer en même temps. A la longue, l'ensemble des biens et services produits au Canada sera plus considérable si le taux d'inflation est beaucoup plus bas, et le taux tendanciel de croissance des revenus réels sera plus élevé.

Il serait peut-être utile d'illustrer par quelques chiffres l'orientation que doit prendre l'augmentation des revenus. Si, par exemple, le taux d'inflation au Canada doit baisser pour s'établir au niveau du taux américain, qui pourrait fort bien n'être que de 5 % l'an prochain, les taux d'augmentation stipulés dans les accords salariaux devront passer d'une façon ou d'une autre du niveau d'environ 12 % (clause d'indemnité de vie chère exclue), où ils se situent depuis quelque temps, à quelque 5 ou 6 % selon la tendance de la productivité. Il s'agit

là purement et simplement d'une approche arithmétique. Tant que les choses n'iront pas dans ce sens, nous continuerons de faire face à des problèmes d'inflation, de taux d'intérêt, de production, d'emploi et de balance des paiements. Je suis soulagé de voir certains signes que les augmentations de salaires commencent à réagir à la situation économique.

J'estime qu'il est extrêmement important que les Canadiens voient les difficultés économiques auxquelles est confronté actuellement le pays dans une perspective très large, car cela les aidera à adopter des attitudes qui atténueront les privations économiques actuelles. Le Canada n'est pas le seul pays qui soit en proie à des difficultés économiques. En effet, l'économie mondiale est en train d'effectuer une transition beaucoup plus fondamentale que toutes celles qu'elle a effectuées depuis la période de reconstruction économique qui a suivi la fin de la Seconde Guerre mondiale. La conjoncture actuelle présente de nombreuses analogies avec les récessions cycliques des trente dernières années, mais elle s'en distingue aussi de façon marquée. L'une des principales différences, c'est que l'inflation mondiale a pris tant d'ampleur au cours des années 70 que la confiance dans la valeur future de la monnaie est à présent gravement entamée dans la plupart des pays. C'est pour cette raison qu'il n'est plus possible d'appliquer le type de politiques financières expansionnistes que les gouvernements et les

banques centrales avaient adoptées pour stimuler leurs économies au cours des récessions précédentes. Cette recette n'est plus efficace, car les événements ont prouvé - et des observateurs objectifs le reconnaissent - qu'elle engendre l'inflation et non la prospérité. Voilà pourquoi presque tous les gouvernements et toutes les banques centrales du monde libre ont fait preuve, et continuent de faire preuve, de beaucoup plus de modération qu'ils ne l'auraient fait autrement. Ils en sont venus à la conclusion que, pour assurer la prospérité économique, il faut repousser la menace de l'inflation. Pour assurer la prospérité économique, il faut restaurer la confiance dans la valeur de la monnaie.

Voilà ce qui se passe aujourd'hui dans le monde des échanges internationaux. Le Canada participe à ces échanges, et sa prospérité a dépendu par le passé - et dépendra à l'avenir - de sa capacité de concurrencer efficacement ses partenaires. Et cela, nous ne pourrons le faire que si nous commençons par effectuer les ajustements qui doivent permettre à l'économie canadienne d'atteindre des niveaux élevés de production sans qu'il n'y ait d'inflation, ce dont elle était habituellement capable.

Je sais bien qu'il n'y a, dans mes propos, rien qui puisse atténuer dans l'immédiat les tensions et les souffrances qu'endurent tant de gens au pays. Je suis au courant de cette situation et je la déplore. Mais plus on s'opposera à la

pression croissante qui s'exerce dans le monde en faveur d'une amélioration de la productivité et d'un ralentissement de la progression des coûts, plus la période d'ajustement sera longue, douloureuse et pénible.

Mais les choses ne doivent pas forcément se passer ainsi. Les Canadiens peuvent, dans leur propre intérêt, réagir aux difficultés économiques actuelles en contrôlant les coûts et en faisant baisser le taux d'inflation. Ils sont capables de sortir de cette phase difficile de transition plus rapidement et de préparer la voie à une reprise économique plus prompte et plus vigoureuse.