

NE PAS PUBLIER AVANT 12 H 30, HEURE AVANCÉE DE L'EST
LE 26 JUIN 1984



Allocution prononcée par
Gerald K. Bouey
Gouverneur de la Banque du Canada
à un déjeuner servi à l'occasion de
la réunion du Conseil d'administration
de la Banque du Canada
tenue à Charlottetown, île-du-Prince-Édouard
le 26 juin 1984

LIBRARY FILE COPY
EXEMPLAIRE DE LA BIBLIOTHÈQUE

Allocution prononcée par
Gerald K. Bouey
Gouverneur de la Banque du Canada
à un déjeuner servi à l'occasion de
la réunion du Conseil d'administration
de la Banque du Canada
tenue à Charlottetown, Île-du-Prince-Édouard
le 26 juin 1984

Vous ne serez certainement pas très surpris d'apprendre que mon allocution d'aujourd'hui porte principalement sur la hausse des taux d'intérêt canadiens et la baisse du taux de change de notre dollar survenues ces derniers mois. L'une et l'autre ont grandement préoccupé les Canadiens, y compris, j'en suis sûr, ceux de l'Île-du-Prince-Édouard. Il est certain que la Banque du Canada n'a souhaité ni la hausse des taux d'intérêt ni la baisse du taux de change. Les tensions qui ont donné lieu à cette conjoncture regrettable n'ont pas leur origine au Canada; elles proviennent de l'étranger. La Banque du Canada s'est donné comme tâche de réagir de façon à atténuer le plus possible l'incidence de ces tensions sur les perspectives de notre économie.

Permettez-moi de vous rappeler, pour situer mes propos, comment notre économie s'est comportée ces quelque douze derniers mois, tandis qu'elle se relevait de la récession de 1981-1982. Notre situation s'est grandement améliorée en 1983. En termes réels, l'activité économique s'est beaucoup redressée. La production a augmenté d'environ 8 % du dernier trimestre de 1982 au premier trimestre de 1984. Pendant cette période,

l'emploi a progressé de 3,5 %. Nous avons également réussi à abaisser considérablement le taux d'inflation. Le taux d'augmentation des prix à la consommation, qui était de 10 % environ à la fin de 1982, est à présent de moins de 5 %. Au cours des deux dernières années, nous sommes aussi parvenus à améliorer la situation de notre balance commerciale, qui accuse maintenant un excédent important. Notons dans ce contexte que la forte croissance économique des États-Unis a imprimé une vigoureuse impulsion à l'économie canadienne et à celle des autres pays à travers le monde.

Toutefois, la hausse des taux d'intérêt survenue ces derniers mois a créé au Canada un climat d'insatisfaction bien compréhensible. La reprise économique n'a pas encore ramené la production et l'emploi au pays à des niveaux satisfaisants. Au cours des premiers mois de l'année, la reprise donnait des signes de ralentissement et notre taux de chômage, déjà élevé, a encore augmenté. Dans un climat pareil, et compte tenu des progrès que nous avons réalisés dans la lutte contre l'inflation, la montée des taux d'intérêt ne pouvait, il va de soi, être souhaitée de personne. Et cela d'autant moins qu'elle n'a pu empêcher une baisse sensible du cours du dollar canadien, laquelle a pris des proportions telles qu'elle risque encore de compromettre les progrès que nous avons réalisés dans la lutte contre l'inflation.

Les pressions subies par les marchés financiers et le marché des changes canadiens tirent essentiellement leur origine de la conjoncture économique des États-Unis. L'économie de ce pays a connu une croissance rapide; de fait, son rythme d'expansion est tel qu'il ne saurait être soutenu. La marge des ressources inutilisées aux États-Unis s'est rétrécie considérablement. L'important déficit budgétaire américain draine l'épargne et gonfle la demande intérieure à un moment où les dépenses du secteur privé s'accroissent fortement. Dans ce contexte, les taux d'intérêt américains sont à la hausse depuis 1983.

Ces dernières années, les pays industriels ont, à mon avis, eu tendance à trop compter sur la politique monétaire pour enrayer les pressions inflationnistes. Ce fut le cas même lorsque, de toute évidence, on était en situation de déséquilibre budgétaire fondamental, ce qui rendait d'autant plus pertinente l'adoption de mesures correctives sur le plan budgétaire. Compte tenu de l'extrême rapidité de l'expansion économique que connaissent les États-Unis, l'adoption de telles mesures, dans les plus brefs délais, se fait des plus pressantes dans ce pays.

On s'entend généralement aux États-Unis sur la nécessité de prendre des mesures en vue de réduire le déficit budgétaire. Le désaccord porte plutôt sur les modalités : dans

quelle mesure faut-il, d'une part, réduire les dépenses et, d'autre part, augmenter les impôts? C'est là une question qui admet des points de vue divergents. Toutefois, même si les divergences portent sur les modalités de l'action à prendre plutôt que sur l'opportunité d'agir, il reste que l'absence de décision en matière budgétaire a pour effet d'aggraver la situation. En effet, elle entraîne la montée des taux d'intérêt aux États-Unis, ce qui a des répercussions à travers le monde.

En insistant sur le rôle des États-Unis, je n'entend aucunement masquer les problèmes très réels auxquels est confronté actuellement le Canada dans la gestion de ses finances publiques. Je veux seulement souligner que, dans une perspective globale, en raison de la taille de l'économie américaine, c'est le déficit budgétaire des États-Unis et les perspectives de son évolution qui constituent un problème fondamental. A cause du haut niveau des taux d'intérêt, les investissements nécessaires pour assurer l'expansion future de l'économie mondiale sont freinés. La situation des pays en développement, qui s'efforcent d'alléger le fardeau de leur dette étrangère, est en train de se détériorer. Tous les pays sont, jusqu'à un certain point, empêchés d'appliquer le dosage de mesures budgétaires et de mesures monétaires qui conviendrait à leur situation particulière.

En ce qui concerne le Canada, la hausse des taux d'intérêt américains a eu pour effet d'exercer de fortes pressions à la hausse sur nos taux d'intérêt et de fortes pressions à la baisse sur le cours de notre devise. Les taux d'intérêt à court terme pratiqués sur le marché canadien ont augmenté de 2 points et demi environ depuis les derniers mois de 1983. Le taux préférentiel des banques est passé de 11 à 12,5 - 13 %. Les taux hypothécaires ont connu, quant à eux, une hausse de 2 points et demi. Le dollar canadien, qui s'est à peu près stabilisé et s'est maintenu à un peu plus de 81 cents É.-U. pendant la plus grande partie de 1983, cotait ces derniers jours moins de 76,5 cents, ce qui représente une baisse d'environ 6 %.

La Banque du Canada n'a pas souhaité ces hausses de taux d'intérêt, pas plus qu'elle n'a souhaité la baisse du dollar canadien. Dans les circonstances, elle ne pouvait qu'essayer d'atténuer à la fois les pressions qui s'exerçaient sur les taux d'intérêt et celles que subissait le cours de notre dollar. C'est ce qu'elle a fait. Si nous avions adopté des mesures plus énergiques pour ralentir la hausse de nos taux d'intérêt, le poids initial de l'ajustement à la situation existant à l'étranger serait retombé encore davantage sur le dollar canadien. Par contre, une plus grande résistance à la baisse du taux de change aurait exigé au Canada des taux d'intérêt encore plus élevés que ceux que nous avons actuellement.

Selon certains détracteurs de notre politique, nous faisons fausse route dans l'établissement de nos priorités. Ainsi, on affirme parfois qu'au lieu de toujours résister à l'affaiblissement du dollar canadien comme nous l'avons fait, nous aurions dû laisser le cours du change évoluer librement et chercher par tous les moyens à maintenir les taux d'intérêt à un bas niveau et même à les faire baisser davantage. On soutient que, de cette façon, les taux d'intérêt canadiens seraient effectivement "fabriqués au Canada" et que le taux de change trouverait pour ainsi dire son niveau "naturel".

Cette thèse est teintée d'une bonne dose de rhétorique et son attrait est pour une large part fondé sur l'émotivité. Cependant, comme politique monétaire, elle ne saurait constituer une option acceptable. Cette approche n'a jamais réussi car elle est fondée sur une incompréhension fondamentale des marchés financiers et de leur dynamique. Le cours d'une monnaie ne flotte pas dans le vide. Il ne peut flotter et trouver son niveau que dans un contexte donné de politiques et de perceptions des politiques appliquées. Une orientation de la politique monétaire dans le sens que je viens d'indiquer aurait pour effet de soumettre le dollar canadien à de très fortes pressions à la baisse dès qu'il serait devenu évident que les politiques appliquées ne font aucun cas de la valeur du dollar canadien ni de l'incidence de son fléchissement sur l'inflation. Dès lors que l'orientation de la politique canadienne

donnerait à penser que les erreurs inflationnistes des années 70 vont se répéter, il ne serait pas possible de prévoir où s'arrêterait la chute du cours de notre monnaie qui s'ensuivrait. En fait, les taux d'intérêt monteraient en flèche au lieu de chuter, car les investisseurs tenteraient de se départir des avoirs libellés en une monnaie condamnée à se déprécier et les marchés financiers s'ajusteraient à la désagréable perspective d'une poussée brutale de l'inflation. Les politiques appliquées par la Banque du Canada visent à éviter cette désastreuse éventualité. Elles n'étayaient aucunement la thèse selon laquelle il n'y a d'autre voie pour le dollar canadien que celle de la dépréciation.

J'ai fait remarquer, il y a un instant, que le Canada est loin d'être le seul pays dont les taux d'intérêt et le taux de change aient été influencés par le haut niveau des taux d'intérêt américains. D'autres pays industriels ont été touchés. Si le Canada l'a été plus que d'autres, c'est parce que les liens économiques et financiers directs qui existent entre notre pays et les États-Unis sont plus forts que ceux qui existent entre les États-Unis et, peut-être, n'importe quel autre pays au monde. Voilà pourquoi le taux de change du dollar É.-U. a pour nous une telle importance. Les monnaies de certains autres pays se sont considérablement dépréciées ces dernières années par rapport au dollar É.-U., mais comme le commerce avec les États-Unis représente, pour la plupart de ces pays, une faible partie de leurs échanges, le taux de change global de

chacune de leurs monnaies a varié beaucoup moins que leurs cours bilatéraux par rapport au dollar américain. Étant donné que la situation du Canada est tout autre, nous devons forcément porter une attention particulière à la relation qui existe entre notre monnaie et le dollar américain.

Comme je l'ai déjà mentionné, les taux d'intérêt n'ont pas augmenté suffisamment au Canada pour empêcher jusqu'ici une certaine dépréciation du dollar canadien par rapport au dollar américain. En conséquence, certains prix ont déjà augmenté au Canada. Plus le dollar canadien restera longtemps aux bas niveaux que nous connaissons actuellement, plus le niveau des prix canadiens sera touché par cette dépréciation. Les hausses de prix présenteraient l'avantage d'activer les industries à vocation exportatrice et celles qui sont en concurrence avec les importations; mais l'effet d'un tel stimulant ne durerait qu'aussi longtemps que les Canadiens accepteraient les hausses de prix sans exiger de compensation sous forme d'augmentations de salaires, de traitements et de certains autres prix. Si les coûts canadiens augmentent, tout avantage qu'aura procuré la baisse du taux de change s'en trouvera réduit.

C'est à cause du grave risque d'inflation qu'elle comporte que je n'ai jamais favorisé la dépréciation lorsqu'on pouvait l'éviter ou au moins en limiter l'ampleur. A cet égard, le passé n'est pas très rassurant; trop souvent, la baisse du

taux de change a donné lieu, non pas à une amélioration soutenue de la compétitivité, mais à une nouvelle poussée inflationniste, car les Canadiens ont cherché à protéger leurs revenus contre les pertes de pouvoir d'achat qui en résultaient. En fin de compte, on se retrouvait avec davantage d'inflation plutôt qu'avec une économie plus vigoureuse.

A l'heure actuelle nous ne pouvons prendre de risque important en matière d'inflation. Les cicatrices qu'ont laissées l'inflation grave que nous venons de connaître et la récession qui s'en est inévitablement suivie ne sont nullement disparues. Si nous lâchons encore la bride à l'inflation, même pour une courte période, le processus de retour à la stabilité des prix sera encore plus pénible qu'il ne l'a été au cours des dernières années. Qui voudra alors croire que les autorités concernées souhaitent vraiment revenir à la stabilité des prix? Sans une stabilité relative des prix, nous ne saurions réaliser l'expansion économique soutenue que nous voulons tous.

Nous devons tenir compte de la conjoncture internationale. Nous ne pouvons faire abstraction du monde extérieur pour la simple raison qu'il ne nous est pas toujours favorable. C'est là une réalité qui, je crois, est de plus en plus largement admise au Canada. Ce que nous pouvons et devons faire, c'est veiller à ce que nos comportements face à des hausses de taux d'intérêt à l'étranger soient le plus

constructifs possible. Il est certain que le fait de tolérer l'inflation, de ne pas opposer de résistance, par exemple, à la dépréciation du taux de change rendra plus difficile notre adaptation à la conjoncture extérieure au lieu de la faciliter. Plus le taux d'inflation est bas au Canada, mieux nous pouvons absorber les chocs provenant de l'étranger, et ce, sans susciter la crainte d'une reprise de l'inflation ni provoquer la folle course de ceux qui cherchent à se protéger contre la hausse des prix et le fléchissement de la monnaie.

J'aimerais prendre quelques instants pour dissiper les soucis de ceux qui craignent que le mouvement actuel de hausse n'entraîne les taux d'intérêt vers les niveaux de plus de 20 % que nous avons connus en 1981. A cette époque, le taux d'inflation était d'environ 12,5 %, et les taux d'intérêt se situaient à des niveaux qui reflétaient le désir des épargnants de percevoir une rémunération qui compenserait la dégradation rapide du pouvoir d'achat de leur avoir et, aussi, le besoin de mesures restrictives pour faire baisser le taux d'inflation. Nous ne nous trouvons pas dans la même situation aujourd'hui. Notre taux d'inflation, ainsi que celui de nos partenaires commerciaux, est beaucoup plus faible maintenant et, tout compte fait, orienté à la baisse. Je ne vois rien dans la situation économique actuelle qui pourrait nous amener à revivre une conjoncture financière aussi difficile.

Le comportement le plus constructif que nous pouvons adopter face aux incidences qu'ont chez nous les taux d'intérêt élevés pratiqués à l'étranger consiste à faire tout ce qui est en notre pouvoir pour améliorer notre situation concurrentielle dans le monde. Cela signifie notamment que nous devrions continuer de limiter l'augmentation de nos revenus, même si cela implique qu'il faudra absorber sans indemnisation les hausses de prix qu'entraîne la dépréciation de notre monnaie. Cela veut dire aussi que nous devons déployer le maximum d'efforts pour assurer à notre production la plus grande efficacité possible afin que nos coûts soient le plus bas possible. Si, en améliorant la compétitivité de notre économie, nous pouvons accroître la vente de produits "fabriqués au Canada", nous contribuerons à soutenir l'expansion de l'économie canadienne et à faire diminuer notre taux élevé de chômage, même en ces temps difficiles. En outre, il n'est pas déraisonnable d'espérer qu'un certain renversement des taux élevés d'intérêt pratiqués à l'étranger se produise avant longtemps, ce qui nous permettrait de progresser plus rapidement.