

LES TAUX D'INTÉRÊT ET L'INFLATION

(Observations présentées au Comité permanent des finances,
du commerce et des questions économiques de la Chambre
des communes par Monsieur Louis Rasminsky, Gouverneur
de la Banque du Canada, le jeudi 3 juillet 1969.)

LES TAUX D'INTÉRÊT ET L'INFLATION

(Observations présentées au Comité permanent des finances, du commerce et des questions économiques de la Chambre des communes par Monsieur Louis Rasminsky, Gouverneur de la Banque du Canada, le 3 juillet 1969.)

Monsieur le président, je tiens tout d'abord à vous dire que je suis heureux de répondre à votre appel et de pouvoir aider votre Comité à poursuivre son étude du niveau actuel des taux d'intérêt au Canada. Ces taux ont certes atteint un niveau très élevé par rapport à ceux que nous avons connus dans le passé et je me réjouis que cette enquête ait été entreprise. A mon avis, elle vous mènera au coeur même du problème de l'inflation qui nous préoccupe au Canada et je crois que les délibérations de votre Comité contribueront à faire mieux comprendre les relations qui existent entre l'évolution des taux d'intérêt et le problème de l'inflation en général.

Nous avons à faire face au Canada, comme c'est d'ailleurs le cas de la plupart des pays du monde occidental, à de sérieux problèmes attribuables aux taux élevés d'intérêt, à l'inflation et à une forte psychose de l'inflation. Tous ces problèmes sont intimement liés. Cette psychose de l'inflation – et j'entends par là l'idée très répandue que l'inflation est bien installée chez nous – constitue un problème particulièrement délicat. Elle résulte du fait que, pour diverses raisons, tant à l'intérieur du pays qu'à l'étranger, nous n'avons pas réussi plus tôt à maîtriser l'inflation, ni la hausse persistante des prix et des coûts pendant de nombreuses années. Je me propose donc, à titre d'introduction à

mon exposé sur l'état actuel des taux d'intérêt, d'examiner sommairement certaines tendances qui ont marqué l'évolution de l'économie au cours des dernières années et qui ont abouti à la situation à laquelle nous faisons face actuellement.

En un sens, le fait à la fois le plus important et le plus remarquable de notre situation économique actuelle est que notre économie s'est développée rapidement et presque sans interruption depuis plus de huit ans. C'est la plus longue période sans récession que nous ayons jamais connue en temps de paix au Canada. Les Canadiens ont certes largement profité de cette période extraordinaire de prospérité. En effet, du premier trimestre de 1961 au trimestre correspondant de 1969, le volume de la production a augmenté d'environ 60% au Canada, soit 22% par personne employée. La consommation des ménages, en termes réels, c'est-à-dire abstraction faite de la hausse des prix, a progressé de 51% dans l'ensemble et de 31% par habitant. Ce dernier chiffre peut être considéré comme une mesure grossière de l'amélioration du niveau de vie des Canadiens au cours de cette période de huit ans, bien qu'il ne tienne pas compte de l'augmentation remarquable de l'ensemble des services fournis par les pouvoirs publics, notamment dans le domaine de l'enseignement, de l'hospitalisation, de la voirie, etc. Le taux moyen désaisonnalisé du chômage, qui atteignait 7.6% de la population active au cours du premier trimestre 1961, est tombé à 4.2% au premier trimestre 1969; la moyenne des quatre dernières années ressort à 4.1%. Le nombre d'emplois a augmenté de 1 3/4 million,

soit de 31%, au cours de ces huit années. Nous avons, en outre, développé considérablement les facilités dont nous disposions pour la production de biens et de services, y compris les services fournis par les administrations publiques. Ainsi, par exemple, le volume des dépenses s'est accru de 64% au titre des investissements fixes des entreprises et de 62% au titre de la construction résidentielle.

Il n'y a pas lieu de nous étonner que la forte pression de la demande durant les huit dernières années ait causé certaines distorsions et certains excès. Ce sont là les éléments négatifs de la situation, qu'on retrouve sous forme d'inflation progressive des prix et des coûts de production au cours des toutes dernières années et que nous n'avons pas encore réussi à corriger. Alors que les prix des biens de consommation avaient augmenté, en moyenne, à raison de 1½% par an durant les quatre premières années, ils se sont accrus, en moyenne, de 3.7% par an au cours des quatre années suivantes. Leur progression a même été de 4.7% durant les douze derniers mois, tandis que l'indice des prix à la consommation, compte tenu des variations saisonnières, a marqué une hausse de 5% par an durant les cinq premiers mois de 1969. Les salaires, qui constituent l'élément de beaucoup le plus important des coûts industriels, n'ont pas progressé aussi rapidement qu'il y a quelques années; ils se sont néanmoins accrus à un taux sensiblement supérieur à celui de la productivité et la moyenne des augmentations prévues par les plus récentes conventions collectives - moyenne qui constitue un indice important de la tendance des coûts - s'est de nouveau orientée à la hausse depuis quelques mois.

La longue période de croissance économique ininterrompue que nous avons connue depuis le printemps de 1961 – plus de 100 mois – et de hausse continue des prix a fortement influencé les comportements des divers agents économiques au sein de la société. De même que la longue période de chômage chronique et de déflation des années 30 avait créé une psychose de la dépression, dont les effets étaient encore très évidents plusieurs années après la dernière guerre, la récente période de prospérité ininterrompue – il convient de souligner à ce sujet que les quelques récessions intervenues au cours du dernier quart de siècle ont été de très courte durée – semble avoir eu un effet marqué sur les attitudes. Parmi ceux qui occupent des postes-clé dans divers secteurs de la vie économique du pays, bon nombre n'ont pas connu personnellement le marasme économique et on a l'impression que le grand public tient trop facilement pour acquis que les années d'abondance peuvent se suivre indéfiniment. Il est déconcertant de constater combien nombreux sont ceux qui estiment que toute expansion économique doit normalement et même nécessairement s'accompagner d'inflation, que les politiques publiques de restriction ne seront pas appliquées avec suffisamment de rigueur et de constance pour mâter l'inflation et, enfin, que toute majoration des prix et des coûts, ou peu s'en faut, trouvera éventuellement sa justification dans une hausse générale du niveau des prix. Cette attitude incite divers groupes économiques à tenter d'améliorer sensiblement leur situation relative, sans trop se soucier, apparemment, que le marché puisse se passer de

leurs services ou de leurs produits s'ils venaient à être trop coûteux. C'est précisément par suite d'un raisonnement analogue que les emprunteurs n'hésitent pas à s'engager pour de longues périodes à payer des taux d'intérêt élevés et que les prêteurs exigent des taux de rendement relativement élevés, qui tiennent compte de l'érosion prévue de la valeur de la monnaie.

Je reviendrai plus tard sur ce problème important de la psychose de l'inflation, mais j'aimerais dire quelques mots pour l'instant au sujet de la politique monétaire. Avant de vous décrire rapidement son évolution au cours des dernières années, je voudrais, toutefois, me permettre de rappeler aux membres du Comité la manière dont fonctionne, en général, la politique monétaire. Peut-être serait-il préférable d'indiquer d'abord que son rôle est limité. Dans notre système, la banque centrale ne fixe pas les taux d'intérêt, ni créditeurs ni débiteurs. Elle ne décide pas, non plus, dans quelles proportions doit être réparti le crédit entre certains emprunteurs ou groupes d'emprunteurs des divers secteurs de l'économie. Malgré l'existence de certains organismes importants de prêt des gouvernements fédéral et provinciaux, et de la Banque d'Expansion Industrielle, qui est une filiale à 100% de la Banque du Canada, c'est essentiellement le secteur privé de l'économie qui règle les taux d'intérêt pratiqués sur le marché par les institutions et les particuliers et qui décide des ouvertures de crédits, en tenant compte des conditions générales du crédit. Certes, la banque centrale exerce une influence considérable dans ce domaine, d'une manière indirecte par l'influence de ses politiques sur les conditions générales du crédit,

c'est-à-dire la disponibilité des fonds d'une façon générale et le coût de l'argent. Toute modification des conditions du crédit affecte, par ricochet, l'inclination et l'aptitude des agents économiques à se procurer les fonds dont ils ont besoin pour couvrir leurs programmes de dépenses - et, partant, affecte le niveau général des dépenses au sein de l'économie. Toute modification des conditions du crédit au Canada par rapport à celles qui règnent à l'étranger a aussi une grande influence sur le mouvement des capitaux qui entrent au Canada ou en sortent, donc sur le niveau de nos réserves officielles.

Sur le plan technique, c'est en vertu des pouvoirs que le Parlement lui a conférés par la Loi sur la Banque du Canada que la banque centrale exerce son influence sur les conditions du crédit. Elle est en mesure, notamment, de régler le volume des encaisses détenues par l'ensemble des banques à charte et, par le fait même, de contrôler le rythme d'expansion du système bancaire. Grâce à la concurrence qui existe entre les banques et les autres institutions financières et sur le marché des capitaux en général - chacun cherchant à obtenir une plus grande part des fonds disponibles - cette influence se répercute dans l'ensemble de l'économie.

Sous réserve de certaines restrictions d'ordre pratique, notamment l'influence de l'évolution des taux d'intérêt à l'étranger, la banque centrale peut, durant les périodes de croissance économique trop lente et en l'absence de tout problème d'inflation, utiliser ses pouvoirs de manière à assouplir les conditions

du crédit. En d'autres circonstances, lorsque l'inflation constitue le principal danger, la banque centrale peut resserrer les conditions du crédit, c'est-à-dire qu'elle peut ralentir le rythme d'expansion du système bancaire et par là rendre le crédit moins accessible et plus cher. Dans une économie de marché, les taux d'intérêt jouent un rôle important dans la répartition du volume de crédit disponible et tout resserrement du crédit par rapport à la demande se traduit par une hausse des taux d'intérêt. Il ne faut pas nous leurrer: une politique monétaire anti-inflationniste comporte nécessairement un resserrement des conditions du crédit, donc des taux d'intérêt relativement élevés; par contre, dans une situation comme celle à laquelle nous devons faire face actuellement, une politique visant à rendre le crédit plus accessible et moins cher ne pourrait qu'aggraver le problème de l'inflation.

D'aucuns soutiennent, je le sais, que les taux d'intérêt élevés sont, par nature, inflationnistes, puisqu'ils augmentent les coûts de ceux qui réussissent à se procurer des fonds. Bien que le renchérissement des taux ait une certaine incidence dans ce sens, le rôle beaucoup plus important d'une hausse des taux d'intérêt est d'inciter les gens à ne pas dépenser et à ne pas emprunter. En termes très simples, l'effet d'une politique monétaire anti-inflationniste est d'inciter les gens à augmenter leurs avoirs financiers et à ne pas contracter d'engagements financiers, en d'autres termes à augmenter leur épargne - plutôt que d'augmenter leurs achats, ce qui ne pourrait qu'intensifier la tension à la hausse sur les prix des biens et des services.

A part la politique monétaire, il y a évidemment plusieurs facteurs qui influent sur les conditions du crédit au Canada. Il y a, par exemple, la conjoncture du crédit à l'étranger, les anticipations relatives à l'évolution des prix et des taux d'intérêt et tous les autres facteurs qui affectent l'offre et la demande de capitaux. Particulièrement importante, à cet égard, est la politique du gouvernement en matière fiscale et de gestion de la dette publique. Ainsi, en période d'inflation, si la politique fiscale ne s'emploie pas à combattre activement l'inflation, les recours au marché des capitaux de la part des gouvernements seront naturellement plus importants et pour qu'une politique monétaire anti-inflationniste ait des chances de succès, il faudra un resserrement encore plus prononcé des conditions du crédit. Le rôle de la banque centrale est précisément d'évaluer tous les facteurs qui affectent les conditions du crédit et de décider, compte tenu de toutes les circonstances, si elle doit essayer de renforcer ou d'atténuer leur effet et dans quelle mesure. Il s'ensuit donc que si, d'une part, la politique monétaire ne peut être tenue responsable de l'ensemble des politiques économiques et de tous les développements et comportements économiques qui aboutissent à une conjoncture donnée du crédit, d'autre part, la banque centrale a l'inéluctable responsabilité de chercher à utiliser ses pouvoirs de manière à influencer les conditions du crédit, y compris le niveau général des taux d'intérêt, dans le sens qu'elle juge approprié - soit en maintenant ces conditions si elle estime qu'elles répondent à peu près aux besoins

de l'heure, soit en essayant de les modifier si elle juge qu'elles ne correspondent pas aux indications de la conjoncture et des prévisions.

Je me rends parfaitement compte qu'en essayant d'exposer aussi brièvement le mécanisme de la politique monétaire, j'ai probablement trop simplifié les choses. De toute façon, permettez-moi de faire ici une revue sommaire de la politique monétaire au cours des récentes années. Je serai bref, étant donné que j'ai déjà traité des principaux aspects de la question dans les rapports annuels de la Banque et dans quelques-uns de mes discours.

Une fois la croissance économique amorcée au printemps de 1961 et sa progression assurée d'une manière satisfaisante, la politique monétaire, aussi longtemps que l'économie évoluait sans risque d'inflation et au-dessous de sa capacité, devait viser principalement à ce que la demande croissante de crédit n'aboutisse pas à un resserrement injustifié des conditions du crédit. Il a fallu dévier de cette politique lors de la crise du change en 1962, mais à titre temporaire seulement. Sauf ce cas particulier, les conditions du crédit au cours de toute la période allant du printemps de 1961 à celui de 1965 sont restées relativement stables et les taux d'intérêt n'ont fluctué que dans des limites très étroites. Cependant, vers le début de 1965, alors que la marge de sous-emploi des ressources productives avait été à peu près résorbée, la politique monétaire permit graduellement à la demande de capitaux de se répercuter sur les conditions mêmes du crédit. Les taux d'intérêt montèrent sensiblement durant le reste de l'année 1965 et une bonne partie de 1966.

Le développement des bilans bancaires s'est poursuivi à un rythme beaucoup plus lent et, d'une façon générale, on enregistra un resserrement marqué des conditions du crédit.

L'expansion économique eut tendance à plafonner au cours de 1966 et la période de ralentissement qui suivit dura environ dix-huit mois. Vers la fin de 1966, la tension de la demande s'étant atténuée, il sembla alors opportun de permettre un certain assouplissement des conditions du crédit. Une évolution à peu près analogue est intervenue aux États-Unis. Cependant, le fléchissement des taux d'intérêt dans les deux pays a été de courte durée, d'abord parce qu'on supposait que le ralentissement de la croissance économique ne serait que temporaire, puis à cause des besoins financiers considérables des pouvoirs publics. Les taux d'intérêt s'orientèrent de nouveau à la hausse au printemps de 1967. A partir de novembre 1967, lors de la dévaluation de la livre sterling, la politique monétaire dut s'intéresser en premier lieu à défendre le cours du dollar canadien puis, comme les membres du Comité le savent bien, le Canada connut une crise sérieuse du change durant le premier trimestre de 1968. Les taux d'intérêt atteignirent à cette occasion des sommets qu'ils n'avaient jamais touchés jusqu'alors.

Grâce à d'autres mesures en plus de la politique monétaire, la défense du dollar canadien s'est révélée un succès complet et, dès juin 1968, il était possible de commencer à démolir les lignes de défense qui avaient été

érigées. Il a semblé raisonnable d'inclure dans ce programme un certain assouplissement des conditions très serrées du crédit qui avaient été en vigueur durant la crise du change. Rappelons à ce sujet que la tension sur les prix et sur les coûts de production semblait diminuer et qu'avec l'introduction aux États-Unis d'une surtaxe à l'impôt sur le revenu, les perspectives de l'économie canadienne et de celle des É.-U. ne semblaient pas exceptionnellement fortes. On entreprit donc d'assouplir quelque peu la politique monétaire, tant au Canada qu'aux États-Unis. Les taux d'intérêt commencèrent à baisser durant les mois d'été sans retrouver, cependant, leur niveau d'avant la dévaluation de la livre sterling. Cet assouplissement des conditions du crédit s'est accompagné, dans le cas des banques à charte, d'une forte progression des bilans et de la liquidité. Un autre facteur important a contribué à cette situation: un besoin considérable de fonds de la part du gouvernement.

Il s'est avéré qu'on avait généralement sous-estimé la vigueur de l'économie nord-américaine et au début de l'automne la Banque jugea que la politique monétaire devait être orientée de nouveau vers des conditions de crédit plus restrictives; par la suite, le resserrement du crédit n'a cessé de s'intensifier. L'excédent de liquidité du système bancaire a été largement résorbé depuis. Par sa gestion des réserves-encaisse, la banque centrale a mis les banques à charte dans une situation où, pour financer l'expansion de leurs prêts, elles ont dû disposer massivement d'avoirs relativement liquides - soit plus de 750 millions de dollars. En outre, une augmentation du coefficient

des réserves secondaires, annoncée en avril, a immobilisé, à toutes fins pratiques, une large tranche supplémentaire de leurs liquidités, environ 250 millions de dollars. Le taux d'escompte de la Banque du Canada a été majoré à trois reprises au cours de cette période. Le rythme d'expansion des bilans bancaires s'est ralenti sensiblement et les banques ont resserré leur politique du crédit. La régulation de la liquidité des banques a d'ailleurs été facilitée par une amélioration notable de la situation budgétaire du gouvernement et par une réduction sensible de ses besoins de financement. La politique monétaire des États-Unis a été aussi très restrictive. Sous l'influence de l'évolution de la conjoncture à l'intérieur du pays et à l'étranger, les taux d'intérêt au Canada ont dépassé tous les sommets atteints durant la crise du change au début de 1968.

Actuellement, le rendement moyen des obligations à long terme du gouvernement canadien est de $7\frac{1}{2}\%$, contre 7% lors de la crise du change l'an dernier, $6\frac{1}{2}\%$ en septembre 1968, un peu plus de $6\frac{1}{4}\%$ en novembre 1967, avant la dévaluation de la livre sterling, et moins de $5\frac{1}{4}\%$ au printemps de 1961. La dernière émission d'obligations du gouvernement canadien contre espèces, en date du 1^{er} juillet, comportait une échéance de 9 ans, à 8% , et une autre d'un an, à $7\frac{3}{4}\%$. Le rendement moyen des obligations à long terme des gouvernements provinciaux s'établissait récemment à $8\frac{1}{4}\%$ ou plus et celui des emprunts municipaux et des obligations industrielles à environ $8\frac{3}{4}\%$; le rendement des prêts hypothécaires ordinaires varie entre $9\frac{1}{2}\%$ et $9\frac{3}{4}\%$ et celui des prêts L. N. H. entre $9\frac{1}{4}\%$ et $9\frac{3}{8}\%$. Le taux d'escompte de la Banque du Canada est de $7\frac{1}{2}\%$.

c'est-à-dire au sommet qu'il avait touché lors de la crise du change au printemps de l'année dernière, tandis que le rendement moyen des bons du Trésor à trois mois, à l'adjudication de la semaine dernière, était de 7.13%. Les taux d'intérêt appliqués par les institutions financières aux comptes créditeurs ou débiteurs ont aussi atteint un niveau élevé. La semaine dernière les banques à charte ont porté à $8\frac{1}{2}\%$ leur taux de base sur les prêts aux entreprises. D'un autre côté, l'intérêt bonifié par les banques sur les comptes d'épargne sans faculté de tirage par chèques a été majoré à $6\frac{1}{2}\%$. Tous ces taux reflètent, entre autres choses, la vigueur de la demande de crédit par rapport à sa disponibilité (qui est réglée par la politique monétaire mise en oeuvre) et l'attraction des taux pratiqués à l'étranger. Si l'on s'en tient au critère du pourcentage de l'actif global détenu sous forme d'avoirs relativement liquides, la situation des banques à charte, dans l'ensemble, sur le plan de leur liquidité globale, est plus serrée qu'à tout autre moment de la période d'après-guerre. Les banques se sont donc trouvées dans l'obligation de rationner les fonds dont elles disposaient et ce processus eut été beaucoup plus difficile et plus arbitraire si les taux d'intérêt sur leurs prêts n'étaient plus alignés sur les taux du marché.

Permettez-moi d'ouvrir ici une parenthèse pour assurer les membres du Comité que la Banque du Canada est parfaitement au courant que le resserrement du crédit peut avoir une incidence très inégale sur les divers secteurs d'une économie comme la nôtre. C'est pourquoi, lors des dernières rencontres

avec les dirigeants des banques à charte, la Banque du Canada a exprimé l'opinion – comme elle l'avait déjà fait à l'occasion des périodes antérieures de resserrement du crédit – que ces institutions devraient porter une attention spéciale aux emprunteurs dans les régions les moins prospères du pays et aux petites entreprises qui ne peuvent se procurer ailleurs les fonds dont elles ont besoin. En outre, lorsque tout dernièrement il nous a semblé qu'en raison des taux d'intérêt plus élevés pratiqués par les banques aux États-Unis, les sociétés américaines seraient encouragées à se procurer des fonds au Canada, directement ou par l'entremise de leurs filiales canadiennes, j'ai recommandé aux banques, dans leur affectation des fonds dont elles disposent pour les prêts, d'accorder la priorité aux demandes légitimes de leurs clients canadiens.

Je dois préciser, cependant, que la Banque du Canada n'a manifesté aucune résistance à la tendance marquée, depuis l'automne dernier, des taux d'intérêt à s'orienter vers la hausse. L'attitude de la Banque a été que, compte tenu de toutes les circonstances, toute tentative d'encourager une expansion du crédit suffisamment importante pour faire échec à cette tendance, eut été contraire aux exigences d'une politique monétaire anti-inflationniste et qu'en raison de la hausse sensible des taux d'intérêt à l'étranger, elle aurait pu compromettre indûment l'équilibre de notre balance des paiements. Nous sommes prêts à accepter pleinement notre part de responsabilité concernant le niveau général actuel des taux d'intérêt au Canada.

En tout cas, il ne faudrait pas surestimer le pouvoir d'une banque centrale au point de croire qu'en adoptant une politique d'aisance monétaire en période d'inflation, elle peut ramener les taux d'intérêt à des niveaux inférieurs et les y maintenir pendant une assez longue période de temps. Certes, la banque centrale pourrait, grâce à une expansion accélérée de la masse monétaire, provoquer une baisse momentanée des taux d'intérêt à court terme, mais cela accentuerait davantage les anticipations d'inflation et, en fait, créerait une situation effectivement plus inflationniste qui, par conséquent, entraînerait à coup sûr une hausse plutôt qu'une baisse des taux d'intérêt.

J'aimerais faire encore quelques observations au sujet de la situation actuelle. Tout d'abord, cette regrettable conjoncture, caractérisée par des taux d'intérêt élevés, l'inflation et une forte psychose de l'inflation, n'est d'aucune façon un phénomène propre au Canada. A peu d'exceptions près, c'est un problème auquel font face les pays du monde occidental. A vrai dire, la question de savoir comment assurer en même temps une stabilité raisonnable des prix et une inutilisation minimale de la capacité de production constitue depuis longtemps déjà, pour toutes les économies évoluées, un problème encore sans solution. Les développements récents aux États-Unis ont eu une incidence particulièrement importante sur notre propre situation. La montée des prix, beaucoup plus prononcée aux États-Unis qu'au Canada depuis un an, est venue renforcer la tension sur nos prix. En raison de la politique monétaire des États-Unis et de la forte demande de crédits bancaires, les

grandes banques américaines en sont venues à payer des taux d'intérêt extrêmement élevés pour des capitaux à court terme en provenance de l'étranger - jusqu'à $12\frac{1}{2}$ et 13% récemment sur le marché de l'eurodollar - et il en est résulté de fortes tensions à la hausse sur les taux d'intérêt dans de nombreux pays, y compris le Canada. La situation serrée dans laquelle se trouvent les grandes banques de New-York les a en outre amenées à porter à $8\frac{1}{2}$ % leur taux de base pour leurs prêts aux entreprises; de fait, le taux ressort à plus de 10% lorsqu'on tient compte de la pratique courante d'exiger des emprunteurs qu'ils maintiennent à titre de "compensation" des dépôts non productifs d'intérêt. Il en résulte que les sociétés américaines ont intérêt à encourager leurs filiales à emprunter ailleurs, y compris au Canada, ce qui renforce encore les tensions à la hausse sur nos taux d'intérêt.

Je ne crois pas que la hausse du niveau général des taux d'intérêt au Canada soit, dans une mesure appréciable, le résultat de nos structures institutionnelles. Ai-je besoin de préciser qu'en faisant cette observation je n'ai pas le moindre désir d'influencer le Comité de quelque façon concernant les sujets qu'il voudrait explorer. Je ne voudrais pas non plus paraître défendre ou critiquer les marges bénéficiaires d'une catégorie particulière d'institutions financières. Cela n'est pas de mon ressort. Bien que certains taux payés ou exigés par les institutions financières puissent ne pas figurer exactement au bon endroit dans le tableau général des taux d'intérêt, les institutions financières du secteur privé n'ont pas, à mon avis, exercé une

une influence indue sur la détermination du niveau général des taux d'intérêt dans notre pays. Elles ont tendance à suivre plutôt qu'à guider l'évolution des conditions du crédit, et cette évolution est essentiellement du ressort de la banque centrale.

Je voudrais maintenant poser une question: Pourquoi les taux d'intérêt élevés que nous avons connus n'ont-ils pas mieux réussi à restreindre le recours au crédit et le volume des dépenses? A mon avis, le fait que de nombreux emprunteurs soient disposés à payer des taux d'intérêt élevés, souvent pour de longues périodes, s'explique en grande partie, par la forte psychose de l'inflation qui s'est développée. Pour les emprunteurs qui sont presque certains que les prix vont continuer à monter à raison de 4 à 5% par an – peut-être même davantage – des taux d'intérêt de 8 à 10%, compte non tenu des déductions pour l'impôt, ne semblent pas particulièrement élevés. De même, pour les investisseurs dont les anticipations sont les mêmes en ce qui concerne les prix, les rendements relativement élevés qu'ils peuvent obtenir ne leur semblent pas particulièrement attrayants, lorsqu'ils font entrer en ligne de compte les impôts et l'érosion qui affectera la valeur de leurs capitaux. De plus, l'évolution générale des taux d'intérêt ces dernières années – de fait durant la majeure partie de l'après-guerre – n'a pas été de nature à encourager la réaction que devraient naturellement provoquer des taux d'intérêt élevés: une compression des dépenses. Par suite de la hausse des taux d'intérêt, ceux qui ont au cours de cette longue période, différé l'exécution de leurs programmes de dépenses

à cause du coût et de la rareté de l'argent n'ont pu dans la plupart des cas obtenir des fonds à meilleur compte par la suite. Très souvent, d'ailleurs, ils n'ont pas obtenu des prix plus avantageux du fait qu'ils avaient différé leurs dépenses. Voilà comment s'explique en partie la psychose de l'inflation. Si nous tenons à nous orienter vers une baisse sensible des taux d'intérêt, il nous faudra d'abord venir à bout de ces anticipations inflationnistes.

J'aimerais maintenant soulever une question qui risque de vous surprendre et vous choquer. Cette question est celle-ci: En quoi l'inflation est-elle mauvaise et pourquoi la Banque du Canada juge-t-elle devoir s'en préoccuper tellement? La raison pour laquelle j'estime devoir poser cette question c'est que nombre de personnes très respectables – non seulement dans les universités mais aussi dans le monde des affaires – estiment qu'on se soucie beaucoup trop des dangers de l'inflation.

Si nous nous arrêtons à examiner cette question un instant sous un angle plutôt légaliste, je présume que l'une des raisons pour laquelle la Banque du Canada a le sentiment qu'elle doit s'employer à combattre l'inflation, c'est qu'à son avis une stabilité raisonnable des prix – assortie d'un taux convenable de plein emploi et d'une croissance soutenue de l'économie – constitue un des premiers objectifs de notre société. Ce n'est pas la banque centrale qui fixe ces objectifs et tant que le Parlement n'aura pas indiqué qu'une stabilité raisonnable des prix n'est plus un des objectifs de la politique économique, la banque centrale doit se sentir tenue de faire tout ce qu'elle peut pour aider à

réaliser cet objectif. Je dois ajouter que je suis personnellement convaincu qu'une stabilité raisonnable des prix est en fait un objectif essentiel, que la réalisation de nos autres objectifs économiques en dépend dans une large mesure et qu'un échec dans la lutte contre l'inflation aurait de sérieuses conséquences.

En premier lieu, le processus de l'inflation est à l'origine d'injustices très graves dans de nombreux domaines. On pose parfois la question: Tout le monde n'est-t-il pas en mesure de s'accommoder de l'inflation? — La réponse est un "non" catégorique. Tout le monde ne peut s'adapter à l'inflation, du moins pas assez rapidement pour prévenir de graves injustices. Certes, plus l'inflation persiste, plus nombreux sont ceux qui cherchent à s'y adapter en demandant une augmentation de leurs revenus et, dans le cas de certains revenus comme les pensions et autres allocations, en recourant à l'action politique. Mais plus les gens paraîtront réussir à s'adapter à l'inflation, plus la spirale ascendante de l'inflation s'inclinera; d'autre part, les groupes les plus faibles traîneront toujours pitoyablement à l'arrière.

Mais à part le problème de l'équité, il y a le risque, assez grave, que l'inflation puisse se développer plus rapidement au Canada que dans les autres pays et compromettre ainsi la position concurrentielle de notre économie en plus d'entraîner des difficultés de change et d'autres perturbations et de diminuer nos chances d'une croissance économique soutenue.

En fait, l'un des arguments les plus forts contre l'inflation, c'est que même si elle n'entraîne aucune augmentation du volume réel de la production, sauf peut-être en très courte période, elle expose l'expansion économique à

un grand danger. Il n'est pas possible de tromper tout le monde tout le temps et à mesure que chacun réussit à prendre les mesures nécessaires pour se protéger contre l'inflation, en exigeant des augmentations de revenus et en se couvrant par l'achat d'actions et de biens réels, les prix et les coûts sont assujettis à des tensions de plus en plus fortes. Entre-temps et alors que l'inflation progresse, les politiques monétaire et fiscale mises en oeuvre pour empêcher l'inflation de s'accélérer ont sur la production et le chômage un effet pour le moins aussi restrictif que les politiques dont la mise en oeuvre eut été suffisante à un stade moins avancé pour maintenir une stabilité raisonnable des prix. On ne gagne rien à tolérer l'inflation, mais entre-temps, la population souffre outre mesure des inconvénients de toutes sortes qu'entraînent les efforts déployés pour s'adapter à l'inflation; elle subit de graves injustices et, ce qui est peut-être le plus important, on court le grave risque que l'inflation puisse devenir incontrôlable et compromettre sérieusement notre capacité de maintenir une croissance économique soutenue.

En période d'inflation, un nombre de plus en plus grand de gens doivent employer une bonne partie de leur temps et de leurs efforts à essayer de se protéger contre les effets de l'inflation, sans produire rien de valable pour eux-mêmes ou pour les autres. Cet environnement crée, en outre, ou en tout cas semble créer, pour un petit nombre de commerçants astucieux et de manipulateurs, des occasions de plus en plus nombreuses de réaliser des fortunes. Il est favorable à la création d'une atmosphère de spéculation, dans laquelle des opérations commerciales et financières marginales ou douteuses

peuvent être mises sur pied et se maintenir sans être suffisamment étudiées.

Au nombre des victimes d'une inflation prolongée on compte le marché des titres d'emprunt à long terme. Cela tient au fait que les investisseurs répugnent de plus en plus à engager leurs capitaux sous cette forme, même à des taux d'intérêt de plus en plus élevés. Les sociétés privées qui désirent se procurer des capitaux à long terme peuvent essayer de combattre cette tendance en offrant une participation à leur capital, souvent sous forme d'obligations convertibles. Cette option n'est pas accessible au secteur public - les gouvernements fédéral et provinciaux et les municipalités - ni à ceux qui veulent acquérir une habitation, ni aux services d'utilité publique qui appartiennent aux gouvernements, puisque la couverture de leurs besoins financiers doit s'effectuer sous forme d'obligations. C'est donc la formation du capital social plutôt que celle du capital privé qui subit ainsi le poids des effets nocifs de l'inflation sur le marché des capitaux à long terme.

Si l'inflation est responsable de tant de difficultés, y compris le niveau élevé des taux d'intérêt, on pourrait se demander pourquoi elle n'a pas été freinée beaucoup plus tôt. Il n'est pas facile de répondre à cette question et je me limiterai à quelques observations à ce sujet. Il me semble que nous avons traversé trois étapes importantes dans la lutte contre l'inflation au cours des huit dernières années. La première remonte à 1965-1966, lorsque les tensions inflationnistes s'accrochèrent pour la première fois. Un facteur important est venu alors compliquer la difficulté de les contenir, tant au Canada qu'aux États-Unis: la montée en flèche des dépenses publiques, sans

une augmentation correspondante des recettes fiscales. Au Canada, la progression des dépenses publiques dans leur ensemble, de 1964 à 1966, a été de l'ordre de 27%. Aux États-Unis, la guerre du Vietnam fut un facteur important de la hausse particulièrement sensible des dépenses gouvernementales.

La politique économique a réussi à ralentir le rythme des dépenses en 1966 et, comme je l'ai déjà mentionné, nous avons connu alors une croissance plus lente, qui a duré environ dix-huit mois. En partie à cause de l'accélération progressive du conflit vietnamien, l'économie des États-Unis a bénéficié vers la fin de 1967 et dans les premiers mois de 1968 d'un nouvel essor, dont les effets se sont fait sentir au Canada malgré le resserrement du crédit qu'avait entraîné la crise du change. Mais, comme je l'ai déjà souligné, les perspectives économiques au milieu de 1968, à la suite de la majoration de l'impôt sur le revenu aux États-Unis, ne semblaient pas exceptionnellement favorables, ni chez nos voisins ni au Canada. En rétrospective, cette période semble avoir été une autre période critique. Qu'est-ce qui n'a pas tourné rond? En particulier, pourquoi l'économie des États-Unis n'a-t-elle pas réagi au resserrement de la politique fiscale de la façon prévue?

Une première raison, je crois, c'est que la psychose de l'inflation était déjà trop avancée. L'anticipation d'une inflation continue et la progression des revenus ont incité les gens à continuer de dépenser et à réduire le rythme de l'épargne malgré l'augmentation de l'impôt et des taux d'intérêt relativement élevés. A ce propos, on a constaté un phénomène analogue ces dernières

années, en Grande-Bretagne, où l'inflation est très forte, mais où les dépenses des consommateurs se sont maintenues à un niveau élevé malgré les restrictions monétaires et fiscales. C'est là un des aspects les plus inquiétants de la psychose de l'inflation. On ne peut désormais compter sur des réactions normales aux politiques mises en oeuvre, du moins tant que les mesures adoptées ne sont pas exceptionnellement rigoureuses.

La troisième période critique de la lutte contre l'inflation est, à mon avis, la période actuelle. En effet, les politiques monétaire et fiscale aux États-Unis et au Canada, présentement, sont nettement orientées contre l'inflation et ce qui importe c'est qu'on ait la volonté de persister à les maintenir aussi longtemps qu'il le faudra.

Une autre raison pour laquelle les politiques monétaire et fiscale ne sont pas encore parvenues à endiguer l'inflation est que, tant ici que dans les autres pays, on ne les a utilisées qu'avec une certaine hésitation, de crainte, naturellement, d'entraîner un sous-emploi des ressources supérieur au minimum nécessaire pour combattre l'inflation. En l'absence de pareil souci, il n'y aurait aucune raison impérieuse de ne pas pousser les politiques monétaire et fiscale avec suffisamment de vigueur pour mettre fin définitivement à l'inflation. Mais cette préoccupation existe toujours et elle explique pourquoi le choix des mesures à prendre pour lutter contre l'inflation présente un problème si important dans notre système économique. Il ne suffit pas de dire qu'il "faut" arrêter l'inflation sans impliquer une augmentation même temporaire de la marge de nos ressources inutilisées; toute la question consiste à trouver un moyen de réaliser cet objectif.

Alors que tout le monde est d'accord qu'il serait préférable de pouvoir arrêter l'inflation à l'aide de mesures plutôt inoffensives, en fait, on ne dispose que d'un nombre très limité de moyens pour combattre l'inflation dans une économie de marché. Les politiques monétaire et fiscale concernent essentiellement la gestion de la demande globale – ou du total des dépenses, si vous le préférez. La politique monétaire affecte le niveau des dépenses parce qu'elle influe sur la disponibilité et le coût de l'argent. La politique fiscale exerce une influence en modifiant le taux des impôts et par là même le niveau du revenu disponible et, d'une façon encore plus directe, en modifiant le volume des dépenses publiques. Les programmes de prêts du gouvernement affectent eux aussi le niveau de la dépense globale au sein de l'économie. La gestion de la demande est d'une importance capitale et, comme je l'ai déjà dit, si la politique publique n'était intéressée qu'à freiner l'inflation, on pourrait y arriver à l'aide des seules politiques monétaire et fiscale. Mais quelle est la nature des autres politiques susceptibles de s'ajouter à la gestion de la demande et de réduire au minimum son impact sur le chômage et la capacité inutilisée? La liste est assez courte, si nous tenons à maintenir une économie de marché. Il s'agit surtout de mesures susceptibles d'améliorer la situation du côté de l'offre. Il y a notamment les mesures destinées à améliorer la mobilité de la main-d'oeuvre et la formation de la population active, y compris tout le problème de l'enseignement; il y a aussi d'autres mesures comme, par exemple, la réduction du tarif douanier. Au cours des dernières années, les gouvernements

ont attaché beaucoup plus d'importance aux politiques de ce genre qui affectent l'offre et il convient de nous en réjouir. Il faut bien se rappeler, toutefois, que ces mesures ne produisent leurs effets qu'après une certaine période plus ou moins longue. Ce sont des mesures qu'il faut mettre en oeuvre en toutes circonstances mais qui ne sont pas susceptibles de maîtriser une inflation plutôt chronique dans un délai relativement court.

Après ce bref examen des mesures qui affectent l'offre et la demande, il ne reste plus qu'à parler de la réaction du public et du marché aux tensions inflationnistes. L'attitude et la compréhension du public sont en effet d'une grande importance. Compte tenu de l'évolution de notre productivité sur une longue période, il est évident que l'augmentation annuelle des revenus (toutes catégories de revenus) ne doit pas dépasser, en moyenne, 3 à 4% en termes monétaires si l'on veut assurer une stabilité raisonnable des prix. Des augmentations annuelles de cet ordre ne semblent peut-être pas très considérables, à une époque d'impatience comme la nôtre, mais une augmentation du revenu réel de 3% par personne revient à doubler le niveau de vie en 23 ans. Un point important, cependant, qu'il ne faut pas perdre de vue: c'est la production réelle et non le nombre des signes monétaires utilisés qui détermine le niveau de vie de toute collectivité. Quelle que soit l'importance de l'augmentation moyenne des revenus en termes monétaires, l'augmentation réelle ne peut dépasser la limite fixée par la productivité de l'économie. Il s'agit d'une règle rigoureuse qui n'est pas établie par le gouvernement mais bien par la tenue même de l'économie.

Lorsque les pressions inflationnistes se font sentir, lorsqu'il y a pénurie de certaines catégories de marchandises ou de main-d'oeuvre, et lorsque le coût de la vie augmente, il faut s'attendre à ce que les demandes d'augmentation des revenus en termes monétaires aient tendance à dépasser l'amélioration de la productivité réelle. Ce qui importe souverainement dans une telle situation, c'est le degré plus ou moins accentué des réactions. Les producteurs dont les produits sont en forte demande vont-ils réagir en exploitant leur situation au maximum, c'est-à-dire en majorant leurs prix au niveau que le marché peut à la rigueur payer? Les syndicats ouvriers essayeront-ils d'établir une échelle des augmentations de salaires de beaucoup supérieure à l'amélioration de la productivité?

Depuis plusieurs années déjà, je soutiens qu'il s'agit là d'une question tellement importante qu'on devrait trouver moyen d'en arriver à ce qu'une opinion publique éclairée puisse influencer largement sur la détermination des prix et des coûts de production. Ainsi, dans mon Rapport annuel de 1966, j'ai exposé la situation en ces termes:

J'espère que nous pourrons trouver le moyen de laisser l'économie donner sa pleine mesure tout en maintenant des prix stables, grâce, à la fois, à une meilleure maîtrise de la demande, à des actions plus efficaces sur l'offre en vue d'améliorer le rendement et la productivité de l'économie et à un comportement plus favorable des forces déterminantes des revenus au sein de notre société. Sous ce dernier rapport, évidemment, il faut au moins que le public ait une idée plus juste, non seulement de la nature des avantages que nous pouvons réellement tirer de l'économie en améliorant la production, mais encore des sérieuses difficultés auxquelles

nous serions exposés si nous ne parvenions pas à soutenir la concurrence des économies des autres pays. Des discussions récentes ont mis en relief les problèmes sérieux que pose l'établissement de normes en matière de salaires et de prix. Gardons bien à l'esprit, cependant, le fait qu'avec ou sans l'assentiment des pouvoirs publics, des habitudes se créent. Or, il est essentiel que cela ne se fasse pas indépendamment de la réalité. On peut difficilement trouver un quelconque attrait dans des négociations de salaires, souvent pénibles, longues et coûteuses pour tous les intéressés, qui aboutissent à des conventions elles-mêmes sujettes à subir de profondes entailles dans leur portée finale en raison des hausses subséquentes de prix. Le simple bon sens nous dit que le revenu réel de la société se limite forcément aux quantités de biens et de services qu'il est en notre pouvoir de produire. Un hectolitre de vin ne donnera jamais que cent litres.

Il y va suffisamment de l'intérêt de la communauté de maintenir des prix passablement stables et une économie en état d'affronter la concurrence pour que la détermination des prix et des revenus ne soit pas laissée aux seules forces naturelles du marché, mais pour qu'on cherche à lui assurer l'appui d'une opinion publique éclairée.

Vous comprendrez pourquoi je me réjouis de la création de la Commission des prix et des revenus et de la nomination, à titre de président, de Monsieur John Young, de l'Université de la Colombie-Britannique, un économiste qui a déjà apporté une contribution très importante à l'étude des problèmes de la politique économique au Canada. Comme la Banque du Canada est directement intéressée, permettez-moi de noter en passant que Monsieur George Freeman, qui a été au service de la Banque depuis plusieurs années et qui y occupait depuis quatre ans le poste de chef du Département des recherches, a obtenu un congé de la Banque pour lui permettre d'accepter un des postes de commissaire. Son absence sera remarquée à la Banque mais cette mutation témoigne de l'importance

que nous attachons aux travaux de la Commission. Je suis convaincu que la Commission des prix et des revenus pourra contribuer dans une très large mesure à la compréhension des problèmes et à une amélioration des comportements dans ce domaine particulièrement important.

Monsieur le président, les problèmes de l'inflation et de la psychose inflationniste sont devenus si sérieux que nous devons, à mon avis, continuer de suivre les grandes lignes de notre politique économique actuelle aussi longtemps qu'il le faudra pour régler définitivement ces problèmes. Il nous faut non seulement adopter des politiques monétaire et fiscale rigoureuses mais nous avons aussi besoin de toute l'aide que peuvent nous apporter les politiques qui affectent l'offre et les efforts qui sont tentés en vue d'améliorer l'attitude du public. Je ne regrette pas d'avoir insisté si longuement sur le problème de l'inflation car je considère qu'il est inextricablement lié à celui des taux élevés d'intérêt et la solution de ce dernier dépend presque uniquement du succès de notre lutte contre l'inflation. Comme je l'ai déjà précisé, je suis persuadé que nos principales politiques économiques sont sur la bonne voie. J'espère aussi que nous pouvons compter être largement favorisés dans ce domaine par l'évolution de la conjoncture aux États-Unis, où la lutte contre l'inflation se poursuit vigoureusement. Je sais que dans ce domaine nous courons parfois le risque de prendre nos désirs pour des réalités, mais au cours des quelques dernières semaines, j'ai eu parfois l'impression de discerner une faible lueur à l'horizon.

On constate certains signes de ralentissement de la demande dans divers secteurs de l'économie, tant au Canada qu'aux États-Unis. Il y a ici et là quelques indices d'une salubre incertitude concernant le caractère inévitable d'une inflation continue. On commence même à entendre des avertissements sur le danger de pousser trop loin la politique de contrainte. Tout cela est bon signe. Ce dont nous avons le plus besoin à présent c'est de nous débarrasser de cette psychose de l'inflation. Nous devons, évidemment, surveiller la situation de près et en étudier l'évolution au jour le jour, mais si au premier signe d'un certain succès de nos politiques, nous nous empressons de les abandonner, nous nous retrouverons à nouveau au point de départ de notre lutte contre l'inflation. Il ne faut pas croire que la lutte qui nous mène à la stabilité des prix sera courte car de trop nombreuses augmentations de coûts se sont déjà intégrées dans notre système. Il ne faut pas nous attendre non plus à ce que le processus soit sans inconvénients. Mais notre pays possède un potentiel énorme de croissance économique, qui lui permettra d'améliorer le niveau de vie de ses citoyens si nous parvenons seulement à nous libérer de l'inflation et de son emprise. Pour ma part, je suis convaincu que nous pouvons faire preuve de suffisamment de détermination et de persistance pour accomplir cette tâche.