

ALLOCUTION DE M. LOUIS RASMINSKY,
GOUVERNEUR DE LA BANQUE DU CANADA,
À UNE RÉUNION DU CANADIAN CLUB DE TORONTO,
LE 20 AVRIL 1970

Allocution de M. Louis Rasminsky,
Gouverneur de la Banque du Canada,
à une réunion du Canadian Club de Toronto,
le 20 avril 1970

Lorsque votre président m'a demandé, il y a plusieurs mois déjà, de prendre la parole devant les membres du Canadian Club de Toronto réunis ici aujourd'hui, c'est avec un grand plaisir que j'ai accepté son invitation. Toutefois, songeant que j'aurais à prononcer une allocution moins d'un mois après la publication de mon Rapport annuel au ministre des Finances, je n'ai pu m'empêcher d'éprouver une certaine inquiétude en pensant à la difficulté de trouver quelque chose qui soit à la fois neuf et différent à dire. Après tout, on ne peut évidemment voir dans les instruments de la politique monétaire le tissu dans lequel se taille un discours de bonne coupe. Une pensée me rassure cependant, et c'est que, probablement, bon nombre d'entre vous n'auront pas lu mon Rapport, et ne le liront pas. Quoi qu'il en soit, je ne puis vous assurer que je ne me répéterai pas aujourd'hui, car nos problèmes économiques sont essentiellement ce qu'ils étaient lors de la rédaction du Rapport, à la fin de février. Cependant, ayant parcouru un certain chemin dans notre lutte contre l'inflation, nous apercevons de nouveaux horizons et certains aspects du paysage se présentent maintenant sous un éclairage quelque peu différent.

Je pense que même ceux d'entre vous qui n'ont pas lu le Rapport annuel de la Banque n'ignorent pas qu'au cours de l'année écoulée les taux

d'intérêt ont atteint des niveaux très élevés au Canada et que les conditions de crédit se sont resserrées. La politique monétaire de la Banque du Canada vise depuis quelque temps à combattre les pressions inflationnistes, qui menacent d'interrompre notre prospérité. Cette politique a été nettement restrictive. Par notre gestion des réserves-encaisse des banques à charte, nous avons contraint ces dernières à céder près de 1 1/2 milliard de dollars d'avoirs liquides entre novembre 1968 et février 1970, ce qui a évidemment eu pour effet de réduire leurs possibilités de consentir des prêts. En outre, et pour la première fois, nous avons eu recours à notre droit de relever le niveau minimum des réserves secondaires des banques, immobilisant ainsi une nouvelle tranche de leurs avoirs liquides. Les mesures prises par la Banque ont coïncidé avec un changement important de la situation financière du Gouvernement fédéral, qui a considérablement réduit les besoins d'emprunt de ce dernier. Les taux d'intérêt au Canada, qui ont évidemment subi l'influence de l'évolution des taux pratiqués dans le reste du monde, avaient atteint vers la fin de l'année des niveaux sans précédent. Le rendement des bons du Trésor était à peine inférieur au taux d'escompte de la banque centrale, qui était de 8%, tandis que d'autres taux à court terme étaient encore plus élevés. Le papier commercial de premier ordre rapportait environ 9 1/2%. Le rendement moyen des obligations à long terme du Gouvernement fédéral dépassait 8 1/4% et ceux des obligations provinciales et des obligations des sociétés étaient nettement plus élevés. Le taux de base des prêts hypothécaires avait atteint 10 1/2 à 10 3/4.

Au cours des deux derniers mois, certains taux d'intérêt ont baissé considérablement et quelques-uns se situent maintenant nettement en-dessous des hauts sommets atteints vers la fin de l'année dernière. Le rendement des bons du Trésor à 91 jours a diminué d'environ 1% par rapport à leur taux le plus élevé; celui du papier commercial, de plus de 1 1/2% sur le niveau atteint à la fin de l'année, et le rendement moyen des obligations à long terme du Gouvernement fédéral, d'environ 1/2%. Les conditions auxquelles certaines des provinces, des municipalités et des sociétés ont pu placer leurs émissions se sont légèrement améliorées. Cette tendance à la baisse des taux d'intérêt ne s'est cependant pas encore étendue à l'ensemble du système financier. Aucun relâchement ne s'est, par exemple, manifesté jusqu'ici dans les taux d'intérêt des prêts hypothécaires.

La baisse récente des taux de rendement sur les marchés canadiens a été considérablement influencée par une évolution semblable aux États-Unis et sur le marché de l'euro-dollar, bien que certains indices portent à croire que la demande de crédit au Canada est un peu moins forte que l'année dernière. Aux États-Unis, les taux de l'argent à court terme ont baissé en prévision de changements attendus sur le marché à la suite du ralentissement de l'économie américaine et à cause de certains signes de l'évolution de la politique monétaire du Système de Réserve Fédérale vers une attitude légèrement moins restrictive. Le léger relâchement de la pression exercée sur les banques aux États-Unis s'est traduit par une baisse des taux pratiqués sur ce vaste marché monétaire

international que l'on appelle le marché de l'euro-dollar, où les banques américaines avaient effectué d'importants emprunts, et où elles sont depuis peu en train de procéder à des remboursements. Le taux des dépôts d'euro-dollars à 90 jours, qui avait atteint le niveau extraordinaire de 12% l'été dernier et se situait à plus de 10% à la fin de l'année, n'est plus que légèrement supérieur à 8%.

La baisse des taux d'intérêt à court terme à l'étranger a permis à la Banque du Canada d'annuler à la fin du mois de mars la demande spéciale qu'elle avait adressée aux banques à charte et à d'autres établissements financiers pour protéger les taux d'intérêt à court terme au Canada contre l'influence des taux extrêmement élevés pratiqués à l'étranger, en limitant les sorties de capitaux résultant de dépôts-swaps. Au cours des dernières semaines, le montant global de ce type de dépôts a été inférieur au plafond qui avait été fixé.

Il y a eu dans le domaine monétaire un autre changement récent dont je voudrais dire quelques mots. J'ai mentionné que la politique monétaire suivie par la Banque du Canada avait eu pour résultat d'obliger les banques à charte à céder de très importants volumes d'avoirs liquides jusqu'en février dernier. De fait, leur coefficient de liquidités, qui exerce naturellement une très forte influence sur la disposition des banques à s'engager à accorder de nouveaux crédits, était tombé au plus bas niveau jamais atteint pendant une période de contrainte monétaire depuis la dernière guerre. Par la suite,

l'encours des prêts bancaires aux principales catégories d'emprunteurs a diminué et la liquidité des banques à charte s'est quelque peu améliorée; le coefficient de liquidités des banques demeure cependant très proche de son point le plus bas.

De ce que je viens de dire, et que savent certainement ceux d'entre vous qui suivent l'évolution des marchés financiers, il ressort qu'un léger changement s'est produit dans les conditions de crédit au Canada au cours des deux derniers mois. Cette évolution me fournit l'occasion d'insister sur un point que l'on a souvent tendance à oublier, en dépit de son évidence, et c'est qu'en matière de politique monétaire il existe bien des degrés entre l'extrême souplesse et l'extrême contrainte. L'objectif principal reste d'essayer de créer et de maintenir au Canada un climat financier susceptible de favoriser le retour graduel à une plus grande stabilité des prix, et l'on ne peut s'attendre à ce que le degré requis de contrainte monétaire soit constant. L'ampleur et l'orientation des rajustements auxquels on procède de temps à autre dépendent de la situation et des perspectives de l'économie, des effets que les mesures prises produisent sur la ronde ascendante des coûts et des prix et de l'évolution de la conjoncture à l'étranger. Il est évident que je ne puis faire aujourd'hui aucun pronostic. La flexibilité est un des avantages de la politique monétaire qui nous permet de l'orienter dans un sens comme dans l'autre, la resserrer ou la relâcher au gré des circonstances.

Mais laissons un moment le domaine financier pour aborder d'autres aspects de l'économie. Il apparaît clairement que le ralentissement de l'expansion économique au Canada et aux États-Unis, qui s'est amorcé au cours de l'année 1969, s'est poursuivi. Je n'ai pas besoin de vous dire que ce ralentissement n'est pas, comme tel, un des objectifs de notre politique. Toutefois, étant donné les modalités de fonctionnement de nos deux économies, il constitue un prélude nécessaire à la réalisation de notre objectif, qui est de freiner la hausse des prix et des coûts. L'économie des États-Unis semble avoir déjà connu deux trimestres consécutifs sans croissance réelle; il semble même que l'on y ait constaté une légère régression de l'activité au cours du premier trimestre de cette année. Au Canada, la tendance ne semble pas avoir été aussi touchée qu'aux États-Unis. En effet, il semble bien qu'une expansion réelle persiste jusqu'à présent, bien qu'à un rythme probablement plus lent qu'au cours de la seconde moitié de l'année dernière. Les secteurs du logement et de l'automobile ont fait preuve d'une faiblesse prononcée qui semble d'ailleurs avoir été plus que compensée par le dynamisme de la demande dans d'autres secteurs, notamment une situation très favorable du volume des exportations au cours du premier trimestre de l'année, ce qui, soit dit en passant, a récemment contribué à la fermeté du dollar canadien. Bien qu'il soit difficile d'analyser le phénomène avec précision, il semble bien que le mouvement de reprise des industries dont la production avait été

sérieusement affectée par les grèves jusque vers la fin du dernier trimestre de l'année dernière ait contribué à l'excellente tenue de nos exportations et de notre production totale au cours du premier trimestre de cette année.

Chez nous comme aux États-Unis, on constate que la marge de sous-utilisation des moyens de production avait tendance à augmenter bien que, ici encore, cette tendance ait été plus prononcée aux États-Unis qu'au Canada. Aux États-Unis, le chômage, qui s'était maintenu au niveau relativement bas de 3 1/2% de la population active jusqu'au dernier trimestre de l'année écoulée, a atteint un taux, corrigé des variations saisonnières, de 4.4% en mars, soit le plus élevé depuis 1965. Au Canada, le ralentissement de la production est allé de pair avec un ralentissement de la croissance de la population active et n'a provoqué aucune augmentation marquée du chômage. Compte tenu de sa poussée saisonnière normale, la moyenne du chômage durant le premier trimestre de cette année n'était pas plus élevée que celle de 1968 et 1969; corrigé des variations saisonnières, le chômage a cependant augmenté au cours du premier trimestre pour atteindre 5.1% en mars, soit le même niveau qu'en octobre de l'année dernière.

Jusqu'à présent, les coûts et les prix n'ont que très peu réagi au ralentissement de l'expansion dans les deux pays. On a pu freiner l'accélération du rythme d'augmentation des prix, mais rien ne prouve encore

d'une façon convaincante que ce rythme ait baissé notablement; il est cependant réconfortant de constater que l'indice des prix à la consommation n'a marqué qu'une hausse plutôt modeste pendant le mois de mars. En ce qui concerne l'évolution des salaires, il semble ressortir de la tendance générale des conventions collectives les plus récentes que des augmentations annuelles qui dépassent 8% continuent de s'accumuler dans les principaux secteurs de l'économie; des données plus générales sur les salaires effectivement reçus laissent apparaître que les augmentations de salaires continuent à enregistrer une moyenne de 7 à 7 1/2% d'une année à l'autre. Il est évident qu'il s'agit là de relèvements de salaires qui dépassent de loin l'amélioration moyenne de la productivité de notre économie et sont incompatibles avec l'évolution vers la stabilité des prix.

Ainsi nous nous trouvons toujours dans cette phase assez difficile durant laquelle nous voyons à la fois la sous-utilisation des moyens de production s'aggraver, d'une part, et l'inflation se poursuivre à un rythme rapide, de l'autre. C'est une période pendant laquelle il faut être très patient. Pour y parvenir, il est utile de bien comprendre comment fonctionnent à notre époque les économies de marché, et de bien voir les difficultés que comportent les autres options possibles.

Mais pourquoi donc les mesures de contrainte mettent-elles tant de temps à produire leurs effets sur les coûts et les prix?

Disons d'abord qu'à moins d'accepter de sérieuses perturbations économiques il ne peut être question de déflation instantanée. A mon avis, si les pouvoirs publics, y compris la banque centrale, n'avaient à poursuivre que cet objectif, à l'exclusion de tout autre, nous pourrions assez rapidement juguler l'inflation, tout au moins dans la mesure où elle est d'origine interne. Nous pourrions y parvenir en poussant la rigueur de nos politiques, sur le plan monétaire et sur les autres plans, à des extrémités qui ne manqueraient pas de susciter beaucoup de chômage et peut-être même de provoquer la dislocation de notre économie. C'est parce qu'au contraire nous poursuivons des objectifs multiples que nous procédons d'une manière plus graduelle, qui nécessite un certain temps pour produire tous ses effets sur les prix et les coûts. Le passage dans l'ordre d'un état d'inflation profondément enraciné à une stabilité raisonnable des prix exige un effort de longue haleine.

Ceci s'explique par plusieurs raisons. Tout d'abord, certains décalages sont inévitables entre la mise en oeuvre de toute politique économique et l'apparition de ses premiers effets. Le premier problème consiste à décider de l'attitude générale qu'il convient d'adopter; il s'agit d'un décalage d'étude. Lorsque, l'orientation de la politique à suivre ayant été décidée, on a procédé à sa mise en oeuvre, il faut s'attendre à un nouveau décalage avant que tous ses effets ne se fassent sentir. Permettez-moi de l'illustrer par un exemple tout récent. Une fois que notre politique monétaire eut été fortement réengagée dans la lutte contre l'inflation vers la fin de 1968, les

taux d'intérêt s'élevèrent assez rapidement et les conditions de crédit sur notre marché obligataire devinrent de plus en plus difficiles. Il fallut néanmoins attendre encore assez longtemps avant que les liquidités des banques aient été drainées en quantité suffisante pour que les conditions de crédit – et j'entends ici non seulement le coût du crédit, mais encore la possibilité d'en obtenir – ne deviennent généralement difficiles. Au début de cette période, la situation des banques pouvait être considérée comme passablement liquide, mais, étant donné l'intensité de la demande de crédit, elles ont laissé le niveau de leurs liquidités tomber bien plus bas que ne l'aurait laissé supposer l'expérience acquise. Avant 1969, les banques considéraient généralement un coefficient de liquidités de 30% comme une situation assez peu confortable; en février 1969, ce coefficient était tombé à environ 25%. Le plein effet de notre politique de restriction a aussi été retardé par le recours à d'autres facilités, telles que les emprunts à l'étranger, l'extension du crédit commercial et celle, très rapide, du marché du papier commercial. Au cours de la seconde moitié de l'année dernière, le crédit étant devenu non seulement plus cher mais encore très difficile à obtenir, les entreprises et les consommateurs commencèrent à réviser leurs prévisions de dépenses.

Cette phase qui dure déjà depuis quelque temps touche maintenant à sa fin, et l'on peut dire que l'économie est désormais déchargée du fardeau d'une demande excessive. Les conditions d'une meilleure tenue des coûts et des prix sont donc acquises. Mais voici qu'intervient un autre décalage,

à savoir, le temps nécessaire à la décélération de la spirale des coûts et des prix. L'économie peut continuer de progresser pendant cette période; mais les politiques adoptées doivent tenir pleinement compte de la montée en spirale des coûts, des expectatives d'inflation généralisées et fortement enracinées, et du besoin de maintenir sur le marché des conditions susceptibles de rétablir la stabilité des prix et des coûts.

En plus des retards normaux dont je viens de faire mention, certains facteurs spéciaux viennent encore accentuer la lenteur avec laquelle notre économie réagit aux mesures anti-inflationnistes.

Parmi ces facteurs il y a le fait que d'autres pays avec lesquels nous entretenons d'étroits rapports commerciaux, notamment les États-Unis, subissent aussi l'inflation et une bonne partie des tensions qui s'exercent chez nous sur les prix et les coûts nous est probablement venue de l'étranger. Certes, de très fortes pressions inflationnistes ont pris naissance chez nous, mais il reste que des influences externes ont grandement ajouté à la difficulté que nous éprouvons à maîtriser l'inflation.

Si la réaction des prix et des coûts aux mesures anti-inflationnistes est relativement lente, c'est, à mon avis, en grande partie à cause de la ténacité des expectatives d'inflation qui se sont manifestées au cours des dernières années. C'est là un facteur qui revêt une très grande importance aux États-Unis et dans d'autres pays, tout comme au Canada. Je crains même que nous ne commençons qu'à peine à prendre vraiment conscience de l'im-

portance de ce phénomène. Par une ironie du sort, c'est là un phénomène qui découle en grande partie du fait que nous ayons réussi à faire évoluer notre économie à de très hauts niveaux d'activité. Les neuf dernières années ont été pour nous une période d'expansion économique presque ininterrompue, dont toute la seconde moitié a été caractérisée par une inflation de plus en plus prononcée. Il n'est donc pas surprenant que des anticipations d'expansion soutenue et d'inflation persistante aient pris naissance et se soient développées. De fait, c'est depuis un quart de siècle, soit depuis la seconde guerre mondiale, que nous connaissons une ère de grande prospérité presque ininterrompue.

Au cours du dernier quart de siècle, nous en sommes presque venus à nous persuader de la quasi-pérennité de la croissance économique. Les facteurs sous-jacents de cette croissance (la démographie, la technologie, l'expansion considérable des programmes gouvernementaux) ont été très dynamiques. Une confiance croissante en l'avenir nous pousse à attendre toujours davantage de l'économie. En même temps, notre population a fait l'expérience presque quotidienne d'une inflation généralement modérée, mais parfois plus prononcée. Ces facteurs se sont renforcés mutuellement et il est devenu extrêmement difficile de circonscrire la demande au sein de l'économie, notamment les revendications qui s'expriment par l'intermédiaire des gouvernements, et de limiter le revenu monétaire que les gens ambitionnent de façon à ce qu'il soit mieux adapté aux augmentations de revenu réel que

l'économie est effectivement capable de produire. Et pourtant, ce n'est que si l'augmentation des revenus monétaires évolue d'une façon généralement parallèle à l'amélioration de la productivité que nous pourrions assurer un degré raisonnable de stabilité des prix.

De plus, il faut reconnaître que tout au cours de cette longue période les responsables de la politique se rendaient très bien compte à quel point il est souhaitable d'assurer un rythme rapide d'expansion économique et un haut niveau d'emploi, et qu'ils étaient dans l'ensemble plus prompts à réagir au danger d'une récession économique qu'à celui de l'inflation. Je suis porté à croire que cette propension à réagir plus rapidement au danger de récession s'explique en partie par le fait que le prix de la récession ou d'un ralentissement de l'économie est bien plus apparent que celui de l'inflation. On peut en effet calculer avec une relative facilité les pertes de production qui ont lieu lorsque l'activité économique a tendance à rester nettement au-dessous du niveau de production théoriquement possible. Par contre, le coût de l'inflation, qui reste pendant un certain temps bien moins visible, est bien plus difficile à mesurer.

Lorsque l'inflation a acquis un élan tel que le seul moyen d'empêcher qu'elle ne s'accélère est de recourir à des mesures très restrictives, on a tendance à considérer la perte de production qui en résulte comme le coût de l'échec des tentatives visant à maintenir le plein emploi; en fait, cette perte de production est le coût de l'inflation, et il faut la reconnaître comme telle.

De plus, au Canada, nous n'avons jamais (à juste titre, je crois) sérieusement envisagé qu'on ne puisse pas empêcher l'inflation de s'accélérer à l'extrême, en nous disant que, bien que cela soit déjà arrivé dans certains autres pays, "cela ne peut se produire ici". Il en ressort que nous ne sommes pas en mesure d'établir mathématiquement le prix éventuel de l'inflation, pour le comparer à celui des mesures anti-inflationnistes. Nous ne pouvons nous fier qu'à notre bon sens. Or, celui-ci nous apprend que, loin de nous apporter aucun bienfait réel, l'inflation suscite bien des difficultés. Dès lors que tout le monde s'attend à une hausse rapide et soutenue des prix, et s'en accommode, on ne peut empêcher cette accélération que par la mise en oeuvre de mesures qui sont aussi restrictives et entraînent autant de pertes de production que celles qu'il était nécessaire d'appliquer de temps en temps pour empêcher que l'inflation ne s'amorce. Ceux qui recommandent que nous acceptions l'inflation comme moyen de maintenir l'activité économique à un niveau élevé, et que nous ajustions en conséquence les différentes catégories de revenus, préconisent en fait une politique incapable de produire les résultats qu'ils souhaitent.

De ce que je viens de dire à propos de l'influence des anticipations et des facteurs d'origine étrangère, de la difficulté d'établir des prévisions économiques, de l'imperfection des outils avec lesquels nous devons travailler et des décalages inhérents à toute politique économique, il ressort que les grands objectifs que nous, Canadiens, avons assignés à notre économie

sont très ambitieux. Il est vrai que la mise en oeuvre de politiques visant à stabiliser l'économie comporte elle aussi des décalages. Ainsi, il est probable qu'une reprise de l'expansion monétaire aurait pour premier effet de renflouer les liquidités bancaires et qu'un certain temps s'écoulerait avant que les hommes d'affaires et les consommateurs ne réagissent par un accroissement de leurs dépenses à des modifications favorables des conditions de crédit. Lors du choix des politiques à suivre, il est donc très important de déterminer dans quelle direction nous attendent les plus grands risques. Dans les circonstances actuelles, eu égard notamment aux anticipations d'inflation et au dynamisme des éléments sous-jacents de la demande, dans le secteur privé comme dans le secteur public, je pense qu'il ne fait aucun doute que c'est en permettant aux pressions inflationnistes de reprendre de la vigueur qu'on s'exposerait aux plus grands risques.

Permettez-moi maintenant de résumer brièvement quelques-unes des principales idées dont j'ai essayé de vous faire part aujourd'hui. Nous avons assez bien réussi à engager notre économie sur la bonne voie, mais il n'est pas encore évident qu'il s'est produit un net ralentissement du rythme d'accroissement des prix et des coûts. Au point où nous en sommes, nous pourrions aisément céder au découragement si nous ne comprenions pas les raisons qui expliquent la lenteur des réactions aux politiques suivies. Notre politique monétaire doit garder sa souplesse et, pour l'instant, les politiques monétaire et fiscale doivent suivre le chemin très étroit qui sinue entre le

risque d'être exagérément restrictives, et donc de provoquer des pertes inutiles de production et d'emploi, et celui de n'être pas assez contraignantes, et par conséquent de favoriser un renouveau de dépenses inflationnistes. Pour que notre politique économique réussisse, il faut également que les entreprises et les travailleurs réagissent promptement aux changements qui surviennent dans les conditions du marché. Enfin, la réussite de cette politique dépend dans une large mesure de l'attitude du public, qui doit comprendre qu'il n'existe ni remède universel ni solution magique et que, par conséquent, c'est dans une diminution graduelle du rythme d'accélération des coûts et des prix que réside, pour notre économie, la meilleure chance d'un avenir prospère.

Une dernière remarque en guise de conclusion. Les problèmes fondamentaux de la politique économique obligent à porter des jugements délicats, et il est bien naturel de constater des différences d'opinions quant au diagnostic ou à l'ordonnance. Mais ce serait commettre une très grave erreur que de penser qu'on puisse classer en deux groupes ceux qui participent aux discussions de la politique économique: d'une part, ceux qui se soucient de l'aspect humain des choses et que préoccupent par conséquent le chômage, et de l'autre ceux que le côté humain n'intéresse pas et qui ne se préoccupent que de la stabilité monétaire. A mon avis, pareille antithèse est non seulement sans fondement, mais encore gravement fallacieuse. Quel est en effet celui d'entre nous qui ne souhaite des niveaux de production,

d'emploi et de vie aussi élevés que possible? La véritable différence entre les uns et les autres réside plutôt dans une différence de perspective et d'horizon. Pour ma part, j'estime que nous devons faire tout ce que nous pouvons pour atténuer les répercussions désagréables que les mesures anti-inflationnistes peuvent avoir dans l'immédiat sur certains secteurs particuliers de la collectivité et certaines régions du pays, mais c'est en persistant dans notre effort pour sauvegarder le pouvoir d'achat de la monnaie que résident nos meilleures chances d'assurer, à longue échéance, un haut niveau d'emploi et la réalisation des grandes possibilités économiques qui nous sont ouvertes.