

NE PAS PUBLIER AVANT 9h 30 DU MATIN, LE 17 JUIN 1971

MÉMOIRE DE MONSIEUR LOUIS RASMINSKY,
GOUVERNEUR DE LA BANQUE DU CANADA,
AU COMITÉ SÉNATORIAL PERMANENT DES FINANCES NATIONALES,
LE 17 JUIN 1971

Mémoire de Monsieur Louis Rasminsky,
Gouverneur de la Banque du Canada,
au Comité sénatorial permanent des finances nationales
le 17 juin 1971

1. Introduction

La Banque du Canada est heureuse que le Comité sénatorial des finances nationales ait pris l'initiative d'organiser cette enquête, dont le but – selon les termes mêmes du mandat qui vous a été confié à ce sujet – est "d'examiner les modes d'application de la politique fiscale et monétaire du Canada susceptibles d'assurer la croissance de l'économie et le plein emploi sans inflation et de faire rapport sur le sujet". Nous considérons comme très valables les objectifs que le Comité s'est fixés et que votre président a définis dans son exposé introductif au cours de votre première séance. Promouvoir au sein du grand public une meilleure compréhension des problèmes et des options que comporte la tâche d'exercer sur l'économie les influences qui la maintiendront dans la bonne voie constitue en effet un objectif de première importance. Comme je porte moi-même la responsabilité de la mise en oeuvre d'un des instruments de la politique économique, la politique monétaire, je me réjouis que vous ayez entrepris d'étudier de nouveaux concepts susceptibles de contribuer à la réalisation des objectifs de la politique économique. On vous a soumis diverses recommandations comportant des approches très différentes de celles qui sont actuellement suivies et c'est avec plaisir que j'ai accepté votre invitation à vous présenter de brefs commentaires sur certains de ces sujets.

Bien que je n'aie pas eu l'occasion de prendre connaissance de tous les témoignages, je dois avouer que, tout comme vous sans doute, j'ai été impressionné par la grande diversité, et souvent même par le caractère contradictoire des arguments qui ont été invoqués devant vous. Cela s'explique par la complexité, voire par l'insolubilité, de certains problèmes auxquels nous avons à faire face, mais, à mon avis, cela indique également que l'économie n'a pas encore atteint le stade d'une science exacte, et n'y arrivera probablement jamais d'ailleurs. Malgré le développement rapide des disciplines économiques et les épreuves de plus en plus rigoureuses auxquelles les théories ont été soumises depuis quelques années, il reste de nombreuses hypothèses malaisées à vérifier et un vaste domaine où les opinions sont mieux connues que les preuves. De toute évidence, la recherche d'une meilleure tenue de notre économie pose de difficiles problèmes, surtout si nous avons comme objectif une croissance soutenue sur une longue période, à la mesure de notre potentiel et sans inflation. Il va sans dire qu'il n'y a pas de solution facile; de nombreux pays ont eu à faire face à des problèmes qui étaient fondamentalement les mêmes et n'ont pas réussi mieux que nous à les résoudre.

2. Les objectifs économiques

J'ai à peine besoin de préciser que, dans l'élaboration de sa politique monétaire, la Banque du Canada ne peut envisager des objectifs qui différeraient de ceux de la politique économique publique - dont la

politique monétaire constitue un élément. La Banque du Canada a eu l'occasion d'expliquer, devant la Commission Royale d'Enquête sur le Système bancaire et financier, il y a quelques années, que la politique économique nationale devait viser à promouvoir, notamment, "la croissance soutenue de l'économie, caractérisée par un niveau élevé de l'emploi et de la productivité, la stabilité des prix intérieurs et le maintien d'une situation financière externe saine, la répartition équitable des avantages et des charges économiques et le maintien à un haut degré de la liberté économique". D'autres ont exprimé en termes un peu différents les objectifs économiques de notre société ou ont fait certaines réserves concernant la qualité des mesures statistiques dont nous disposons actuellement pour évaluer le progrès accompli. Comme il n'est pas facile de réaliser simultanément tous ces objectifs, on conçoit que les avis soient assez partagés quant à l'importance relative qu'il convient d'attribuer à chacun d'eux. Il est bien évident, cependant, que les objectifs énumérés dans la citation ci-dessus sont tout à fait compatibles avec ceux que vous avez proposés vous-mêmes, à savoir: la croissance de l'économie à la mesure de son potentiel et le plein emploi, sans inflation.

A ce propos, il faut d'ailleurs reconnaître que notre économie n'a pas toujours réussi à atteindre ces objectifs et qu'il en est précisément ainsi à l'heure actuelle. Le niveau élevé de chômage, la récente période de croissance plutôt lente et l'inflation des prix et des coûts sont autant

d'indices d'une évolution peu satisfaisante de notre économie. Néanmoins, je crois devoir souligner que notre expérience des instruments modernes que constituent les politiques monétaire et fiscale est relativement courte – puisqu'elle remonte à peine à vingt-cinq ans – et que, d'autre part, l'évolution de notre économie au cours de cette période a été, dans l'ensemble, beaucoup plus favorable que pendant les périodes antérieures.

De toute évidence, cependant, la tenue de l'économie ne s'est pas améliorée au même rythme que s'est développée la tendance à exiger toujours davantage de la politique économique du pays. On est d'ailleurs porté à évaluer les résultats non par comparaison avec ceux des périodes antérieures mais d'après des normes idéales. Il est bon, cependant, de faire de temps à autre un retour en arrière pour nous rendre compte du chemin parcouru. Depuis l'année 1953 – qui constitue un point de départ très commode, puisqu'elle marque la fin aussi bien de la guerre de Corée que de la période d'ajustement qui a suivi immédiatement la deuxième guerre mondiale – la production par habitant a progressé de 52%, tandis que le niveau de vie, mesuré par la consommation réelle par habitant, c'est-à-dire abstraction faite de la hausse des prix, s'est accru de 53%; de plus, la population a bénéficié au cours de cette période d'un très sensible développement du volume des services fournis ou payés par les pouvoirs publics. En outre, les investissements en logements, en usines et en équipements ont été considérables au cours

de ces années. Par contre, le taux moyen de chômage depuis 1953 a été de l'ordre de 5% de la population active et le prix des biens et des services, dans l'ensemble, a progressé de 2 1/2% par année en moyenne.

On s'intéresse beaucoup, dans les milieux les plus divers, aux moyens d'améliorer la tenue de l'économie et à la recherche de techniques et de politiques plus efficaces. On s'interroge sur la question de savoir quelle serait la meilleure manière d'assurer la réalisation de nos objectifs. Mais, dès qu'il s'agit d'établir quelle approche ou quelle combinaison d'approches aurait les meilleures chances de succès, les points de vue deviennent fort divergents.

3. Le rôle de la politique monétaire

Comme mes responsabilités sont dans le domaine de la politique monétaire, je présume que votre Comité désire que je traite de la nature et de l'efficacité de cet instrument - et, de façon générale, des politiques qui affectent la demande globale, puisque les politiques monétaire et fiscale constituent conjointement les principaux moyens d'influer sur le développement de la demande globale, c'est-à-dire du volume de la dépense au sein de l'économie.

La politique monétaire influe sur le volume global de la dépense, par ses effets sur la conjoncture du crédit - c'est-à-dire sur la disponibilité et le loyer de l'argent, qui, à leur tour, affectent les incitations à dépenser et peuvent aussi affecter de façon marquée les mouvements de capitaux à destination ou en provenance du Canada, certains de ces capitaux étant particulièrement sensibles à l'évolution des taux d'intérêt. Le principal moyen technique par lequel la Banque du Canada exerce une influence dans ce domaine résulte du pouvoir qui lui a été confié de régler le rythme d'expansion du système bancaire. Le passif des banques constitue la plus grande partie de ce qu'on désigne communément sous le nom de masse monétaire et, toutes choses restant égales, une accélération de la croissance des bilans bancaires se traduit par des conditions de crédit plus faciles; un ralentissement, par contre, par un resserrement du crédit. Par suite de la concurrence entre les banques et les autres intermédiaires financiers, et entre les emprunteurs et les prêteurs, l'action de la Banque du Canada sur le système bancaire a tendance à se répercuter rapidement sur tous les marchés de l'argent. Rappelons que la Loi sur la Banque du Canada confère à l'institut d'émission le pouvoir de régler le niveau des réserves-encaisse du système bancaire et lui permet ainsi de contrôler le taux d'expansion du

ystème bancaire. La Banque a en outre utilisé le pouvoir discrétionnaire que lui confère la même loi, de fixer, à l'intérieur de limites spécifiques, le coefficient minimal des réserves secondaires que les banques sont tenues de maintenir.

Bien que la Banque préfère s'acquitter de ses responsabilités en utilisant les techniques que je viens de décrire, elle a jugé en certaines occasions que les procédures ordinaires n'étaient pas tout à fait adéquates et qu'elle était fondée de demander alors aux banques - et même à d'autres institutions financières - une coopération à titre exceptionnel. Ces initiatives sont quelquefois désignées sous le nom de "persuasion morale". Dans la plupart des cas, ces demandes visaient à atténuer l'incidence d'un resserrement du crédit, soit sur les régions les moins prospères du pays, soit sur certaines branches d'activité, telles que les petites entreprises et la construction résidentielle, et cette façon d'agir nous semblait être dans l'intérêt national. Bien que la persuasion morale n'ait joué qu'un rôle secondaire dans l'ensemble de la politique monétaire, elle a eu des effets complémentaires très utiles dans certains cas particuliers. La Banque s'est bien gardée, il va sans dire, d'usurper les pouvoirs du gouvernement en faisant ces demandes de coopération par voie de persuasion morale. J'ai toujours eu soin de veiller à ce que toute initiative de cette nature ne soit prise qu'à la

connaissance et avec l'accord du ministre des Finances. Enfin, depuis de nombreuses années, tous les cas de recours à la persuasion morale ont été portés à la connaissance du public, par des communiqués de presse et des discours ou dans les rapports annuels de la Banque.

Je tiens à souligner que, sauf ces cas relativement peu importants d'appels spéciaux à la coopération, l'influence de la Banque du Canada sur les décisions affectant le volume de la dépense ne s'exerce que de façon globale et indirecte. La Banque du Canada n'intervient qu'au centre même du système financier - sur les réserves-encaisse des banques et sur le marché des fonds d'État - et ses interventions n'influencent les emprunteurs, les prêteurs et les investisseurs ultimes que de façon indirecte, par le truchement des institutions financières et des marchés financiers. Sauf le cas des quelques organismes et programmes de prêt qui relèvent directement de l'État, la distribution du crédit au sein de l'économie est laissée à l'initiative du secteur privé.

A première vue, on pourrait croire que la politique monétaire constitue un moyen d'action extrêmement puissant, puisque, en théorie, elle peut être utilisée sans limite pour resserrer ou assouplir les conditions de crédit. De fait, de nombreuses et importantes contraintes peuvent restreindre son utilisation en vue d'influer sur la conjoncture économique

du pays. Il y a notamment les taux d'intérêt à l'étranger. Si les taux d'intérêt sont élevés au Canada par rapport à ceux de l'étranger, ils risquent de provoquer un afflux indésirable de capitaux, attirés par des rendements élevés, et d'augmenter ainsi de façon excessive nos réserves de change et les besoins de trésorerie nécessaires à leur financement - ou encore, en régime de taux de change flottant, de provoquer une appréciation inopportune de la devise nationale. Par contre, des taux d'intérêt relativement trop bas au Canada risquent de provoquer des effets analogues en sens contraire, qui pourraient se révéler indésirables dans la conjoncture économique où ils se produiraient.

On ne peut guère permettre aux taux d'intérêt de dépasser un certain plafond et cette contrainte limite par le fait même la capacité de la banque centrale de contenir l'expansion du système bancaire et de la masse monétaire. Ainsi, par exemple, lorsque l'ensemble des besoins d'emprunt du secteur public et du secteur privé s'accroît rapidement, la banque centrale pourrait se voir dans l'obligation de faire le choix suivant: permettre au système bancaire de se développer plus rapidement qu'elle ne le désire ou laisser les taux d'intérêt atteindre des niveaux supérieurs à ceux que semble justifier la conjoncture économique interne ou le niveau des taux à l'étranger.

D'autres contraintes importantes limitent le recours à la politique monétaire en vue d'atteindre des objectifs économiques précis; elles restreignent d'ailleurs la mise en oeuvre des politiques de gestion de la demande en général et nous y reviendrons dans la section suivante.

4. Le rôle des politiques qui affectent la demande globale

L'autre grande politique susceptible d'affecter la demande est la politique fiscale, qui influe sur le niveau général de la dépense au sein de l'économie, en modifiant le volume des impôts prélevés sur le secteur privé ou l'ampleur des dépenses publiques et même, d'après une très large définition du terme, au moyen des opérations de prêt du gouvernement. On traite souvent de la politique monétaire et de la politique fiscale comme s'il s'agissait de deux politiques sans aucune relation. Certes, il s'agit de deux instruments différents, mais la politique fiscale a une très grande influence sur la politique monétaire; c'est la politique fiscale qui détermine le montant des emprunts que le gouvernement doit contracter de sorte que, compte tenu de la façon dont la dette publique est gérée, elle peut avoir une incidence marquée sur la liquidité du système bancaire, sur le volume de la masse monétaire et sur la conjoncture du crédit en général. Des dosages différents des politiques monétaire et fiscale peuvent avoir la même incidence sur le volume

de la dépense, mais des effets très différents sur nombre d'autres facteurs économiques, notamment sur le niveau des taux d'intérêt, sur les mouvements internationaux de capitaux sensibles à l'évolution des taux d'intérêt et sur les cours du change. La coordination des politiques monétaire et fiscale est donc primordiale, bien qu'elle n'implique pas, il convient de le souligner, que les deux politiques doivent toujours être orientées dans la même direction.

Contrairement à la politique monétaire, la politique fiscale peut dans une certaine mesure s'adapter à des situations, des industries ou des régions particulières, en modifiant de façon appropriée les impôts ou certaines catégories de dépenses ou de prêts qui dépendent des pouvoirs publics. Toutefois, la politique fiscale exerce surtout son action de façon globale, par son influence sur le niveau général de la dépense au sein de l'économie – en réalité, en injectant dans le circuit économique plus de ressources qu'elle n'en retire ou vice versa, selon le cas.

Un des principaux avantages des deux grandes politiques qui affectent la demande globale – les politiques fiscale et monétaire – est qu'elles laissent à chacun le maximum de liberté lorsqu'il s'agit de décider ce qui doit être produit et consommé au sein de l'économie et de déterminer les prix et les revenus. En d'autres termes, elles sont considérées comme des moyens d'influer de façon générale sur le niveau

de l'activité économique et sur l'évolution des prix, tout en assurant à l'économie une très grande liberté d'action. L'un des principaux problèmes de la politique économique consiste, de plus en plus, à concilier le désir d'une large liberté économique avec celui de voir notre économie réaliser des objectifs toujours plus ambitieux et plus précis.

L'expérience nous enseigne que les politiques globales visant à affecter le niveau général de la demande ne sont pas des instruments d'une précision absolue. L'incidence des politiques monétaire et fiscale sur l'économie s'étale sur des périodes plus ou moins longues et, si certaines de leurs répercussions peuvent parfois se faire sentir très tôt, leur plein effet ne se manifeste généralement qu'après un retard considérable. A la suite d'une nouvelle orientation de la politique monétaire, par exemple, les taux d'intérêt réagissent promptement, mais la disponibilité du crédit n'en est affectée sensiblement que plus tard; de même, on constate un autre décalage entre cette évolution de la conjoncture du crédit et le moment où les décisions prises en matière de dépenses influent à leur tour sur l'activité économique. Dans le cas de la politique fiscale, la réaction aux modifications des impôts ou du volume des dépenses publiques ne se produit qu'avec un certain retard. Ainsi, par exemple, l'application d'un nouveau barème d'impôts peut

être compensée temporairement par une augmentation ou une diminution de l'épargne privée. Les retards liés aux politiques monétaire ou fiscale - ou, encore, à l'évolution des cours du change - peuvent d'ailleurs varier suivant l'état de la conjoncture économique.

En raison de ces retards, il importe donc que les politiques économiques puissent s'appuyer sur des prévisions économiques relativement sûres. Les outils dont nous disposons pour établir ces pronostics se sont sensiblement améliorés au cours des dernières décennies, mais il reste toujours très difficile de faire des prévisions exactes. Il n'est pas facile d'obtenir des renseignements satisfaisants et suffisamment à jour, ni de prévoir l'évolution de l'économie nationale - pour ne pas mentionner les développements à l'étranger, en particulier l'évolution de l'économie américaine, qui a une si grande influence sur la nôtre. Pour ne citer qu'un seul exemple, d'ailleurs assez exceptionnel, comment la prévision économique en 1965-1966 aurait-elle pu entrevoir l'ampleur et le calendrier des développements survenus depuis dans la guerre au sud-est asiatique. Je n'en demeure pas moins confiant que nous pouvons compter dans l'avenir sur une amélioration régulière et continue de notre capacité de prévoir l'évolution de l'économie et de mesurer à la fois l'ampleur et la date approximative des effets d'une modification donnée de la politique. La Banque du Canada

consacre des ressources considérables à ce domaine de la recherche et il se fait également beaucoup de travail ailleurs.

Une autre caractéristique importante des politiques qui visent à affecter la demande globale en vue d'atteindre des objectifs économiques est qu'elles sont conçues en fonction d'une économie de concurrence et de marchés. Dans un tel système, grâce à la concurrence entre les fournisseurs de biens et de services, une accélération de la demande devrait se traduire par une augmentation de la production – aussi longtemps qu'il y a sous-utilisation de la main-d'oeuvre et de la capacité de production – sans provoquer une accélération de la hausse moyenne des prix et des revenus en argent. De même, en période d'inflation, dans un système où la concurrence jouerait parfaitement, le ralentissement de la demande, exprimée en termes monétaires, devrait se traduire par une tendance des prix et des revenus à plafonner, plutôt que par un ralentissement de la production et de l'emploi. De fait, la concurrence au sein de toute économie moderne est loin d'être parfaite à ce point. Pour diverses raisons, les prix et les revenus ont généralement tendance, dans notre société, à être beaucoup moins flexibles à la baisse qu'à la hausse. D'autre part, nos ressources humaines et matérielles ne sont pas suffisamment mobiles pour prévenir l'apparition simultanée d'une surchauffe dans certains secteurs de l'économie et d'une sous-utilisation des ressources dans d'autres secteurs. Dans ces conditions de concurrence imparfaite, de très nombreux

agents économiques – sociétés industrielles et commerciales, syndicats ouvriers, associations professionnelles, etc. – sont en mesure, à certains moments, d'exercer leur pouvoir de marché dans des conditions qui tendent à favoriser le développement de l'inflation en dépit d'un sous-emploi plus que marginal au sein de l'économie, puis, une fois l'inflation généralisée, à la perpétuer malgré l'atténuation de la demande.

Voilà autant d'arguments pour que nous fassions tout en notre pouvoir pour améliorer la structure et la tenue de notre économie – en développant la qualité et l'adaptabilité de nos ressources, notamment en augmentant la compétence de la main-d'oeuvre par des cours de recyclage et en favorisant sa mobilité – et pour rendre ainsi cette économie plus compétitive. Il convient non seulement d'appliquer vigoureusement les politiques traditionnelles en matière de concurrence afin de protéger le consommateur, mais encore de mettre en oeuvre de nouvelles politiques susceptibles d'éliminer les abus liés à un trop grand pouvoir de marché. Il y a évidemment d'autres approches, notamment le recours aux directives et les accords volontaires entre les principaux partenaires sociaux au sein de l'économie. La Commission des Prix et Revenus a exploré très activement ces approches. J'étais parfaitement d'accord pour tenter un effort dans ce sens, mais ce serait manquer de réalisme de ne pas admettre que les résultats n'ont

pas été à la hauteur des espérances. Je n'ai pas l'intention de m'étendre davantage sur ce sujet, d'autres témoins plus experts que moi en la matière ayant examiné la question sur toutes ses faces. Je me contenterai de préciser qu'à mon avis il s'agit là d'un domaine de la plus grande importance et qu'en dépit d'une expérience décevante au Canada comme dans plusieurs autres pays, il faut continuer à rechercher les moyens d'arriver à donner aux considérations d'intérêt général plus de poids dans la détermination des prix et des revenus.

Étant donné le caractère complexe de nos économies modernes et l'état actuel de nos connaissances, il serait utopique d'espérer qu'on puisse formuler des politiques qui garantiraient des résultats précis à une date précise. Ignorer ce fait, c'est s'exposer à de sérieuses déconvenues. Ainsi, lorsqu'il s'est agi, il n'y a pas si longtemps, de mettre en oeuvre des politiques visant à combattre l'inflation, personne à la Banque du Canada, ni ailleurs j'en suis certain, n'a prétendu ou décidé que la situation exigeait un taux de chômage de 6% ou plus. Le but de l'opération était de freiner la hausse des prix et des coûts et d'atténuer les fortes anticipations d'inflation qui s'étaient développées - en réduisant l'accélération de la demande globale, tout en évitant dans la mesure du possible de provoquer une hausse du chômage. De fait, la politique monétaire, de même que la politique fiscale, se sont orientées vers l'aisance dès les premiers mois de 1970, c'est-à-dire

à un moment où les dernières statistiques disponibles faisaient état d'un taux de chômage désaisonnalisé de 5%. A vrai dire, on prévoyait déjà que le chômage continuerait d'augmenter quelque peu, par suite des retards auxquels j'ai fait allusion il y a quelques minutes, mais le niveau atteint par la suite s'explique par de nombreux facteurs qu'il eût été difficile de prévoir à l'époque, notamment: l'ampleur des grèves survenues au Canada et le fait que le ralentissement de la demande s'est traduit surtout par une décélération de la production et seulement dans une très faible mesure par un ralentissement de l'indice de déflation du P. N. B.

5. Les diverses approches de la politique financière

J'aimerais m'arrêter maintenant à certains aspects particulièrement controversés des politiques fiscale et monétaire mises en oeuvre au Canada en vue de réaliser les objectifs économiques nationaux. Les exposés que d'autres témoins ont faits devant ce Comité m'ont naturellement fort intéressé. J'essaierai de grouper mes propres commentaires dans le cadre d'une classification à la fois simple et très large, basée sur les diverses approches qui semblent se dégager de la grande variété des propositions qui vous ont été soumises en matière de politique financière.

Je traiterai d'abord de ce qu'on pourrait appeler une norme simplifiée de la masse monétaire pour la conduite de la politique monétaire au Canada. J'aborderai ensuite la question de l'utilisation simultanée

des politiques fiscale et monétaire dans un domaine particulier: la gestion de la demande en vue d'influencer le niveau de l'activité et l'évolution des prix au sein de l'économie. J'aimerais aussi dire quelques mots au sujet de deux autres approches: l'art de s'accommoder de l'inflation et le recours au contrôle des prix et des revenus.

Une norme simplifiée de la masse monétaire

La Banque du Canada ne règle pas le développement de la masse monétaire d'après une norme invariable, c'est-à-dire qu'elle ne fixe pas d'avance le taux de croissance de cette masse (quelle que soit la définition adoptée) - pour chercher ensuite à maintenir ce taux, soit sur une courte période soit, en moyenne, sur une longue période, sans égard pour l'évolution de l'économie au Canada ou à l'étranger. Dans notre mémoire à la Commission Royale d'Enquête sur le Système bancaire et financier, nous avons expliqué cette approche dans les termes suivants:

"Puisqu'elle peut, avec passablement de précision, régler les réserves de caisse des banques à charte, la Banque du Canada pourrait, en principe, fonder ses opérations sur une opinion bien arrêtée en ce qui concerne l'évolution convenable, au cours d'une certaine période, de l'actif total des banques (ou de la masse monétaire, c'est-à-dire la somme de la monnaie hors-banques et des dépôts auprès des banques à charte). Mais, dans la pratique, elle n'opère pas selon une telle règle. Bien entendu, la banque centrale doit nécessairement tenir compte, dans les décisions qu'elle prend, de l'évolution de la masse monétaire; mais elle doit de plus se former une opinion quant à l'à-propos des conditions du crédit, en regard de la conjoncture et des perspectives économiques, sans oublier la situation financière vis-à-vis de

l'étranger. En dedans de certaines limites, et à mesure que la situation évolue, la Banque devra être disposée à se servir judicieusement de son pouvoir d'intervention sur le plan des réserves de caisse, afin d'essayer de réaliser et de maintenir des conditions convenables de crédit. Cela signifie que la Banque du Canada peut parfois permettre que son actif, et celui de l'ensemble des banques à charte, varient dans le but de soulager les tensions qui s'amorcent sur les marchés financiers, et ainsi éviter qu'il ne se produise soit un resserrement ou un relâchement inopportun de la situation du crédit. "

Certains économistes, y compris quelques-uns de ceux qui ont été entendus par votre Comité, prétendent que la banque centrale devrait adopter une règle uniforme pour le développement de la masse monétaire, c'est-à-dire une politique qui se traduirait sur une période donnée par une progression à un rythme uniforme de la masse monétaire. Ma première observation à ce sujet, c'est que ma tâche comme Gouverneur de la Banque du Canada serait beaucoup plus facile si j'arrivais à me convaincre de la validité d'une telle règle pour la conduite de la politique monétaire au Canada. Il serait si agréable de pouvoir dire en tout état de cause que la masse monétaire se développe très exactement au rythme optimal prévu et que, si la tenue de l'économie n'est pas ce qu'elle devrait être, il faut en chercher la cause ailleurs que dans la politique monétaire.

Toutefois, avant que la banque centrale n'adopte une règle de ce genre, il faudrait la convaincre qu'il existe une définition bien précise et statistiquement vérifiable de la masse monétaire, que la banque

centrale est en mesure de régler le volume de cette masse et que celle-ci exerce à son tour sur l'évolution de l'activité économique une influence dont les effets peuvent être prévus avec une certaine précision. Bien qu'on ait fait beaucoup de recherches dans ce domaine, les résultats sont loin d'être suffisamment convaincants pour qu'on puisse songer à adopter une norme de ce genre au Canada.

L'idée même d'une règle applicable à la masse monétaire n'est d'ailleurs pas aussi précise qu'on pourrait le croire à première vue. Quelle est, par exemple, la définition de la masse monétaire dont on assurerait ainsi le développement à un rythme constant? Les partisans de cette approche ne le disent pas toujours. Nous utilisons plusieurs définitions de la masse monétaire à la Banque du Canada et nous pourrions en concevoir plusieurs autres; or, dans la plupart des cas, leur rythme de croissance est différent. Toute analyse quantitative de la monnaie présente un sérieux problème: la définition théorique de la masse monétaire est particulièrement difficile, du fait que dans un système financier évolué il est à peu près impossible, en pratique, de classer les avoirs financiers en deux catégories bien distinctes, dont l'une constituerait nettement la monnaie et l'autre n'en ferait certainement pas partie. La gradation des avoirs monétaires et paramonétaires est presque imperceptible. Certes, il est important de suivre de très près l'évolution de la masse monétaire (d'après plusieurs

définitions) et nous ne manquons pas de le faire; je ne crois pas, cependant, que cette évolution puisse constituer l'unique critère de la politique monétaire et je ne connais aucune banque centrale dont les opérations soient conduites sur cette base.

La plupart des témoins qui ont défendu devant votre Comité une politique de croissance uniforme de la masse monétaire ont précisé qu'elle n'était réalisable qu'à la seule condition de laisser flotter librement le cours du change. C'est aussi mon avis. Comme avec une politique monétaire de ce genre il faudrait se résigner à accepter l'évolution des taux d'intérêt qui pourrait en résulter, il serait impossible, sauf peut-être de façon très temporaire, de diriger la politique monétaire de manière à défendre un taux d'intérêt en particulier. En d'autres termes, il faudrait se résigner à accepter de fortes fluctuations des taux d'intérêt - et probablement des cours du change - et considérer cet inconvénient comme le prix à payer pour obtenir une croissance relativement uniforme de la masse monétaire.

A ce qu'on prétend parfois, il suffirait que le taux de croissance prédéterminé soit respecté, en moyenne, sur une longue période; mais si cette période devait être suffisamment longue pour permettre des écarts parfois sensibles par rapport au taux convenu, la règle ne serait plus guère utile pour la conduite des opérations.

Le problème auquel nous avons dû faire face récemment au Canada peut se résumer ainsi: nous avons besoin d'un stimulant pour pousser l'économie dans la voie d'une croissance soutenue et, afin de favoriser une plus grande aisance du crédit, il fallait permettre une augmentation de la masse monétaire beaucoup plus forte que la moyenne des années précédentes. Si le développement de la masse monétaire au cours des douze derniers mois avait été limité à un taux beaucoup plus bas - par exemple à un taux à peu près équivalent à celui de la croissance à long terme de notre potentiel de production - on peut se demander de combien les taux d'intérêt et le cours du change dépasseraient leurs niveaux actuels.

La gestion de la demande

J'aimerais passer maintenant à un autre sujet, à savoir: comment utiliser le pouvoir d'influer sur la croissance de la demande globale au moyen des politiques monétaire et fiscale, en vue d'atteindre les objectifs définis par votre Comité. Si on prend comme point de départ une économie qui n'est pas caractérisée par une croissance stable sans inflation, on peut envisager trois conjonctures différentes. La solution dans les deux premières est assez simple, mais le troisième cas est beaucoup plus complexe.

Prenons d'abord le cas où le chômage et la sous-utilisation des ressources seraient trop élevés et où il n'y aurait aucun indice

d'inflation. Il s'agirait alors nettement d'une insuffisance de la demande et on pourrait utiliser des politiques de gestion de la demande pour provoquer, avec certains retards inévitables, une augmentation de la dépense globale et une amélioration du niveau de l'activité économique, à la fois en termes monétaires et en termes réels.

Dans un deuxième cas, on aurait une trop forte pression de la demande sur les ressources disponibles, des insuffisances se seraient déjà manifestées et les prix et les coûts auraient commencé à monter. Il s'agirait donc nettement d'une inflation due à une demande excédentaire et on parle alors des tensions de la demande. Un cas comme celui-là exige des mesures visant à ramener la demande globale à un niveau correspondant à celui de la capacité de production.

Le troisième cas, celui qui présente les problèmes les plus complexes pour la politique financière, est caractérisé par l'inflation due à la pression des coûts. L'usage de termes comme "tension de la demande" ou "pression des coûts", ou autres termes équivalents, nous entraîne inévitablement dans de difficiles questions de sémantique. Dans un certain sens, l'inflation est toujours due aux tensions de la demande, puisque les prix des biens et des services ne pourraient continuer à monter si la demande, aux nouveaux prix, n'était pas suffisante. Cependant, lorsque le taux de croissance de l'économie

s'est infléchi au point d'atteindre un niveau nettement inférieur au taux qui aurait pu déclencher l'inflation, la mode veut qu'on ne parle plus de tensions de la demande mais de pressions des coûts. A ce stade, les pressions peuvent venir soit de ceux qui essaient de compenser l'augmentation de leurs coûts – dont l'origine se situe dans une période précédente caractérisée par une demande excédentaire ou est attribuable à l'augmentation des coûts à l'étranger – soit de ceux qui tentent de se protéger contre d'éventuelles augmentations de prix qu'ils sont portés à prévoir à la suite de l'inflation déjà amorcée. L'inflation due à la pression des coûts pourrait sans doute être freinée par des mesures rigoureuses de restriction de la demande – à condition, toutefois, de ne pas se préoccuper des conséquences en termes de chômage et de capacité inutilisée. Au Canada, cependant, on s'est évertué à n'utiliser les mesures affectant la demande en vue de limiter la progression de la dépense globale qu'aussi longtemps et que dans la mesure où c'était nécessaire pour créer une conjoncture du marché dans laquelle les fournisseurs de biens et services ne pourraient que difficilement maintenir l'accélération de leurs prix et de leurs coûts. C'est en effet par désir de limiter le ralentissement de la croissance économique au strict minimum tout en freinant l'inflation, que depuis 1966 je prêche la nécessité d'essayer par tous les moyens d'améliorer les techniques qui permettraient aux considérations d'intérêt public d'influer davantage sur la détermination des prix et des revenus.

Il résulte de tout ce qui précède que les anticipations d'inflation affectent sensiblement l'efficacité des politiques de gestion de la demande dans la lutte contre l'inflation. Il est beaucoup plus facile de freiner celle-ci lorsqu'on s'attaque au problème dès le début et non après que les anticipations d'inflation se sont installées dans les esprits.

Dans la phase caractérisée par la pression des coûts, il y a toujours le risque que, par désir de prévenir les pertes dues à un ralentissement de la croissance et les ennuis du chômage, on prenne des mesures pour accélérer trop tôt ou trop rapidement la croissance de la demande globale, avant que les tensions inflationnistes aient pu être apaisées de façon adéquate. Lorsque cela se produit - et ce fut le cas aux États-Unis et peut-être, dans une certaine mesure, au Canada en 1967 et 1968 - il en résulte un renouveau de la poussée inflationniste et un raffermissement marqué des anticipations d'inflation continue. Il est évidemment très difficile, face à deux situations opposées comportant chacune de graves inconvénients, de trouver une position d'équilibre.

D'aucuns croient que dans nos sociétés modernes les forces d'origine sociologique qui influent sur les mécanismes de détermination des revenus se sont développées au point qu'il serait excessivement onéreux de compenser la pression des coûts par des mesures classiques.

Ce souci, s'il était justifié, entraînerait une évolution importante de la structure de notre système économique et une augmentation sensible des interventions directes que l'État serait sans cesse appelé à faire. Pour ma part, je crois que c'est pousser trop loin le pessimisme. Dans la conjoncture actuelle, il est encore trop tôt pour conclure qu'une progression régulière vers un taux de chômage beaucoup plus bas ne serait pas compatible avec une amélioration graduelle de la situation en ce qui concerne les coûts et les prix. C'est d'ailleurs la théorie sur laquelle s'appuie la stratégie des politiques actuelles de gestion de la demande et, bien que la tenue de l'économie n'ait pas été particulièrement encourageante jusqu'ici, l'expérience est loin d'être terminée.

Les politiques de la demande mises en oeuvre à l'heure actuelle visent à réaliser une amélioration sensible de l'activité économique et de l'emploi. A mesure que l'activité économique se développe, la productivité devrait augmenter et renforcer la tendance au ralentissement de la hausse des coûts. A un moment donné, il faudra modifier l'orientation expansionniste des politiques de la demande, afin de prévenir la réapparition des problèmes liés à une demande excédentaire ou, en d'autres termes et compte tenu des inévitables délais, d'éviter de dépasser l'objectif. Il convient de préciser aussi que notre sort n'est pas entièrement entre nos mains, puisque nous subissons

des influences d'origine externe; si les autres pays, notamment les États-Unis, n'ont qu'un succès relatif dans leur lutte contre l'inflation, il nous sera beaucoup plus difficile d'atteindre nos objectifs.

L'art de s'accommoder de l'inflation

A plusieurs reprises au cours de vos séances, on a développé la thèse suivante: la politique financière du pays doit viser à maintenir en permanence un niveau de production qui comporte le plein emploi au sein de l'économie et, s'il en résulte une inflation des coûts et des prix, la société doit apprendre à s'en accommoder. D'après les tenants de cette thèse, on peut atteindre ce niveau de production et le maintenir grâce aux politiques fiscale et monétaire, à moins que la crainte de l'inflation susceptible d'en résulter ne vienne interdire l'usage de ces instruments. Il serait plus facile pour la société, prétendent-ils, de s'adapter à un rythme rapide d'inflation qu'à un fléchissement sensible de la production de plein emploi. Si ajoute-t-on, le degré d'inflation est suffisant pour créer de sérieuses difficultés aux secteurs de la collectivité qui sont le plus durement frappés par l'inflation, le moyen de protéger les intéressés est d'augmenter automatiquement leurs revenus monétaires en les rattachant à quelque indice du mouvement des prix.

On prétend parfois que nous n'avons pas à nous préoccuper de l'inflation, parce que chacun peut s'y adapter. J'ai déjà eu l'occasion,

comme bien d'autres d'ailleurs, de commenter cette thèse, mais il peut être utile d'y revenir. Elle est basée sur l'opinion que nous pouvons, si nous le désirons, accepter un taux d'inflation plus élevé afin d'avoir un taux moins élevé de chômage; en d'autres termes, il serait possible de compenser une augmentation de l'inflation par une réduction du chômage. L'origine de cette théorie de la compensation est la suivante: on a constaté dans le passé que des taux élevés d'inflation coïncidaient avec de faibles taux de chômage et qu'inversement l'atténuation de l'inflation s'accompagnait d'une hausse du taux de chômage. Mais l'hypothèse suivant laquelle on pourrait choisir délibérément un certain taux élevé d'inflation afin de maintenir le chômage à un certain niveau très bas, s'appuie sur une opinion très erronée, à savoir que le public ne modifiera pas son comportement, lorsqu'il se rendra compte de la situation, et que les termes de la compensation susmentionnée vont demeurer les mêmes. J'ai exposé mes vues à ce sujet, il y a déjà plusieurs années, dans mon Rapport annuel de 1966:

"Je crois que la très grande majorité des Canadiens rejette l'idée qu'il soit possible ou nécessaire d'accepter l'inflation pour atteindre un niveau élevé de production; divers indices l'ont confirmé l'an dernier. Pour ma part, je crois que cette voie nous est interdite. Je sais qu'au cours des dernières années, les hausses de prix ont en général coïncidé avec de bas niveaux de chômage. Je pense, cependant, qu'il serait erroné d'en déduire que si seulement nous étions moins intransigeants sur les normes acceptables en matière d'inflation, il deviendrait alors plus facile de maintenir le chômage à un bas niveau sur une longue période. Si nous nous engageons dans cette voie, le public ne tarderait pas

à se rendre compte des conséquences et, pour se protéger contre la perspective officiellement admise d'une dégradation continue et rapide de la monnaie, il réagirait par tous les moyens d'action économique ou politique dont il disposerait. D'ailleurs, il deviendrait bientôt plus difficile de contenir la progression des prix en deçà d'une limite fixée à de hauts niveaux qu'il ne l'est aujourd'hui de la maintenir à une échelle plus basse. Les mêmes politiques de freinage finiraient par s'imposer. En termes d'emploi ou de production nous n'aurions marqué aucun progrès; l'effort d'acclimatation à l'inflation aurait été vain . . . "

La tâche de prévenir l'inflation se complique davantage lorsque les prix à l'étranger montent rapidement et c'est là un facteur que plusieurs témoins ont souligné devant votre Comité. Il peut arriver que les pressions à la hausse sur le niveau de nos prix soient atténuées - comme ce fut le cas l'an dernier - par l'appréciation du cours de la devise nationale. Lorsque les cours du change sont relativement stables, le niveau de nos prix peut être affecté par la hausse des prix à l'étranger; il est fort possible toutefois que, si des politiques de gestion de la demande tentaient, non seulement de prévenir une inflation des prix d'origine interne, mais encore de compenser intégralement l'effet des prix étrangers, la tâche serait trop difficile et trop coûteuse pour nous en termes d'emploi et de production. On reconnaît assez généralement que le Canada devrait s'efforcer de réussir dans la lutte contre l'inflation au moins aussi bien que les États-Unis et même mieux qu'eux si possible. Effectivement, nous avons obtenu de meilleurs résultats que les États-Unis depuis quelques années en ce qui concerne les prix, mais il n'est pas certain

que nous ayons été aussi heureux en ce qui a trait à la tendance à long terme des coûts. Il me semble particulièrement souhaitable dans notre cas de consentir un effort au moins aussi important que celui de nos voisins, puisque l'inflation semble être relativement modérée chez-eux et susceptible d'être maîtrisée. Certes, les Américains ont eu à faire face à de sérieux problèmes, mais je crois qu'il est encore beaucoup trop tôt pour en conclure que les États-Unis ou d'autres grands pays vont se résigner à "s'accommoder de l'inflation".

Au cours de cette enquête, quelqu'un a suggéré, je crois, qu'on avait exagéré le danger d'accélération de l'inflation, qu'on avait trop tendance à citer le cas de l'Amérique latine pour prouver que l'inflation pouvait défier les contrôles, et que l'expérience de l'Europe était mieux appropriée dans notre cas. Mais les pays d'Europe ne sont pas restés inactifs devant l'inflation. Loin de s'y résigner, ils lui ont opposé une vigoureuse résistance et certains d'entre eux ont même eu recours à diverses mesures de contrôle. Malgré tout, leurs taux d'inflation ont eu tendance à monter progressivement. Le taux moyen de la hausse des prix* dans les pays européens de l'O. C. D. E. est passé de 3 1/2% au cours des années 1964-1968 à 4 1/2% en 1969 et à 6 1/2% en 1970; il continue d'ailleurs de s'accélérer.

* Mesurée par l'indice de déflation du P. N. B.

Le contrôle des prix et des revenus

Ceux qui ont soutenu devant votre Comité que les politiques fiscale et monétaire devaient viser à maintenir en permanence une production de plein emploi n'ont pas tous prétendu que la société devait apprendre à s'accommoder de l'inflation. D'autres ont soutenu que le monde avait tellement changé que nous ne pouvions plus espérer contrôler l'inflation par des politiques de gestion de la demande globale et que la seule solution réaliste était le contrôle des prix et des revenus. Le rôle imparté aux politiques de la demande serait alors de veiller à ce que le volume de celle-ci soit suffisant pour maintenir l'économie à un niveau élevé d'activité. De nombreux témoins sont venus exposer devant ce Comité les grosses difficultés et les sérieux problèmes que comporterait cette politique et je n'ai pas l'intention de m'étendre davantage sur ce sujet. Disons seulement qu'elle suppose une exceptionnelle confiance dans la capacité des autorités de créer et de maintenir un système de contrôle à la fois efficace et accepté du public. Au surplus, il est évident que, même avec la mise en place d'un système élaboré de contrôle des prix et des revenus, il reste nécessaire que les politiques de gestion de la demande soient conduites de façon à ne pas exposer les contrôles à des tensions qui en compromettraient l'efficacité.

Conclusions quant aux diverses approches

J'aurais souhaité pouvoir terminer cet exposé sur une note nettement rassurante. Je voudrais pouvoir préciser que, grâce à une bonne gestion de la demande et à des politiques à long terme visant à améliorer l'efficacité et le caractère concurrentiel de notre économie, nous pouvons escompter atteindre nos objectifs dans un avenir prévisible, sans nous exposer à des échecs ou à des déceptions de temps à autre. Ou encore, j'aimerais pouvoir vous dire qu'il existe réellement, à mon avis, une méthode nouvelle et pratiquement sans douleur de nous rapprocher de notre but. Croyez bien que si j'estimais vraiment que, pour bénéficier d'un bas niveau de chômage et d'un taux élevé de croissance économique soutenue, il suffise d'accepter une hausse des prix, même assez forte, et d'assurer une protection équitable du public, je ne permettrais pas qu'une préférence naturelle pour la stabilité des prix m'empêche de recommander que nous nous empressions de faire le nécessaire. Si je croyais qu'une certaine forme de contrôle puisse nous assurer une amélioration de la situation actuelle – et je ne nie pas que nous puissions nous voir contraints un jour de tenter une solution de ce genre – je n'hésiterais pas à le dire. Mais je ne saurais, en toute franchise, vous dire aucune de ces choses. J'éprouve beaucoup de sympathie pour tous ceux qui, conscients de nos difficultés à l'heure

actuelle, nous disent: "Il doit y avoir moyen de faire mieux", mais il y a loin du désir à la réalité. De fait, la gestion d'une économie moderne de façon à en réaliser les objectifs - qu'à juste titre on veut très ambitieux - constitue une entreprise extraordinairement difficile, comme tous les autres pays peuvent en témoigner; ajoutons d'ailleurs que certaines caractéristiques spéciales de l'économie canadienne rendent cette tâche encore plus complexe. La solution que j'ai à offrir à votre Comité ne saurait être très populaire; on sera peut-être porté à considérer qu'au mieux elle témoigne d'un manque d'imagination, mais je puis vous assurer qu'elle se veut réaliste. A mesure que nous réussissons à accélérer le rythme de croissance de l'économie et à réduire le chômage, nous devons chercher à profiter des leçons de l'expérience et, notamment: redoubler d'efforts pour assurer à notre économie de marché un fonctionnement plus efficace que celui que nous avons connu récemment, si c'est vraiment le genre d'économie que nous désirons; amener le public à mieux comprendre la limite des avantages qu'on peut raisonnablement attendre de notre économie; chercher par tous les moyens à mettre en oeuvre des politiques monétaire et fiscale bien conçues, au moment opportun. A mesure que nous avançons, il faut nous soucier constamment de répartir équitablement les inconvénients liés aux déficiences dont s'accompagne parfois l'évolution de l'économie.