

## L'inévitable inflation

Jacques Parizeau

Volume 34, numéro 4, janvier–mars 1959

URI : <https://id.erudit.org/iderudit/1001425ar>

DOI : <https://doi.org/10.7202/1001425ar>

[Aller au sommaire du numéro](#)

Éditeur(s)

HEC Montréal

ISSN

0001-771X (imprimé)

1710-3991 (numérique)

[Découvrir la revue](#)

Citer cet article

Parizeau, J. (1959). L'inévitable inflation. *L'Actualité économique*, 34(4), 650–660. <https://doi.org/10.7202/1001425ar>

# Commentaires

**L'inévitable inflation** Après le long sommeil où elle a été plongée, de la Crise à la fin de la seconde guerre mondiale, la politique monétaire a été réhabilitée d'une façon spectaculaire et émouvante. Pendant dix ans au moins, théoriciens et gouvernement avaient voulu manipuler les rouages de la politique fiscale dans des projets grandioses de stabilisation. Le haut niveau des impôts bloqua de lui-même cette tentative et il fallut donc revenir à la technique éprouvée et complexe des manipulations monétaires dont la mécanique délicate s'était rouillée, soumise qu'elle était aux intempéries d'une économie bouleversée par d'incessantes modifications de structure.

L'expansion extraordinaire de 1955 au début de 1957 a vu réapparaître, après quelques essais antérieurs, tout le mécanisme de freinage dont disposait la Banque centrale. Il fallut beaucoup plus de temps qu'on ne l'avait prévu pour que les freins «mordent» et pendant plusieurs mois on s'est justement demandé si leur efficacité d'antan n'était pas disparue. Enfin, brusquement, le blocage complet succéda au ralentissement, au moment même où l'expansion s'essouffait. La récession fut rapide, intense et générale. On ne blâmera pas, sans doute, la Banque de l'avoir causée. On aurait souhaité cependant que la force croissante des restrictions ne se soit pas accumulée sans beaucoup d'effets pendant deux ans, pour s'appliquer tout à coup avec violence à une économie qui vacillait. L'inexpérience d'un contexte économique et monétaire nouveau en est sans doute responsable. On peut

espérer cependant qu'on aura dégagé les leçons qui permettront à l'avenir de corriger le tir.

Une fois la récession commencée, et malheureusement bien commencée, la Banque renversa la vapeur. C'est à cette nouvelle expérience qu'il nous faut maintenant nous attacher pour essayer d'en dégager le résultat et les caractéristiques. Et puisque les événements sont récents, puisqu'ils sont complexes, il n'est pas inutile de chercher à dégager d'abord les traits essentiels de la dernière récession, puis de voir brièvement comment l'État est intervenu pour limiter les dégâts, et enfin, après avoir constaté quel rôle a été dévolu à la Banque centrale, d'apprécier l'efficacité de son action.

\* \* \*

Les causes de la récession sont multiples, on l'a dit souvent. L'accumulation de surplus importants sur les marchés internationaux des matières premières, l'essoufflement d'une remarquable campagne d'achats de biens durables de consommation, largement alimentée par le crédit, la fin ou l'achèvement graduel de grands travaux, tout cela a contribué à amener la fin d'une autre de ces courtes périodes d'expansion si caractéristiques de l'après-guerre.

Des premiers mois de 1957 aux premiers mois de l'année suivante, la chute de la production industrielle atteignit 10 p.c. environ, encore que cette réduction tende à masquer la chute beaucoup plus profonde de la production des biens durables. Sans doute les mouvements erratiques d'une production minière dont certains secteurs s'affaissaient alors que d'autres, tout récents, montaient en flèche, divergent-ils parfois de l'entraînement général. De même la construction d'habitations, largement aidée par l'État, a-t-elle résisté au mouvement régressif du reste de l'économie. Il n'en reste pas moins cependant que l'emploi au pays a été réduit de plus de 5 p.c., c'est-à-dire davantage qu'au cours de la récession précédente et bien davantage qu'au cours de la quasi-récession de 1949.

Dans de telles conditions, le chômage, alimenté au début de 1958 par un facteur saisonnier normal, par un sous-emploi dans la majorité des secteurs industriels et par un accroissement de la main-d'œuvre, provenant aussi bien de l'immigration que de la

population indigène, atteignit bientôt 10 p.c. au cours du mois de mars. Dire qu'à la publication de ce chiffre étonnant, un vent de panique se mit à souffler dans les milieux gouvernementaux serait exagéré. Mais, pour la première fois depuis la guerre, l'inquiétude était grande et les espoirs en sourdine.

Il est probable cependant que les statistiques du chômage attirent de nos jours beaucoup trop l'attention. Non pas que socialement le phénomène n'ait une importance indiscutable: mais, enfin, l'on n'oserait guère discuter des mouvements de la production industrielle sans en éliminer les facteurs saisonniers, alors que le niveau brut du chômage est devenu un épouvantail à deux têtes; le pourcentage calculé par le Bureau fédéral de la Statistique est alors retenu comme étant l'élément sérieux, les nombres absolus fournis par la Commission d'Assurance-Chômage représentant le spectaculaire. Sur la base de telles données, on a parfois voulu voir en 1958 l'apparition d'une crise majeure. C'était exagéré. Il ne s'agissait que de la plus sérieuse des récessions d'après-guerre.

\* \* \*

L'État, à l'occasion d'un changement de gouvernement qui laissait le parti au pouvoir dans une situation précaire, est intervenu avec une vigueur remarquable. Si la structure fiscale a été peu modifiée, les dépenses de l'État ont été considérablement augmentées; les dépenses extra-budgétaires, en particulier, ont été doublées. Si cette politique était rigoureusement conforme à l'orthodoxie anti-cyclique la plus éprouvée, elle faisait apparaître de redoutables problèmes à cause de son ampleur. Le déficit des opérations budgétaires et extra-budgétaires atteignait en effet près de 1,400 millions de dollars, ce qui était tout à fait inusité. D'autre part, près de deux milliards de titres de la dette publique venaient à échéance, dont près de la moitié représentait les restes du cinquième emprunt de la Victoire.

Il fallait donc emprunter près de 3.5 milliards de dollars en une seule année. Opération considérable sur un marché où il n'y a guère plus de 15 milliards de titres émis dont 1.6 milliard en bons du Trésor. D'autre part, près de 4 milliards d'obligations

sont dans le portefeuille de la Banque du Canada et des comptes de l'État.

Même si l'État peut sans trop de peine trouver les fonds dont il a besoin, d'autres emprunts de la Victoire arriveront très rapidement à échéance. Le sixième doit en effet être remboursé le 1<sup>er</sup> juin 1960, le septième le 1<sup>er</sup> février 1962. Il y a là plus de deux milliards et demi de dollars en titres à convertir en moins de deux ans, sans compter près d'un milliard de titres à plus court terme dont les échéances s'échelonnent du 1<sup>er</sup> octobre 1959 au 15 décembre 1960.

Le gouvernement se trouve donc placé dans une situation difficile où les exigences de la lutte contre la récession et les échéances des emprunts de guerre se rencontrent. Peut-être les premières opérations financières réussiront-elles. Mais la pression continue de nouveaux emprunts sur le marché va déprimer graduellement le cours des titres d'État qui sont déjà loin du pair en 1958. Les dernières opérations de refinancement en 1961 ou 1962 risquent donc de se faire à des taux d'intérêt extrêmement élevés.

En convertissant brusquement les trois cinquièmes de la dette publique, l'État repoussait l'échéance moyenne de la dette de plusieurs années. En raison des primes de conversion, les taux d'intérêt consentis restèrent raisonnables, alignés à peu près sur les cours courants du marché.

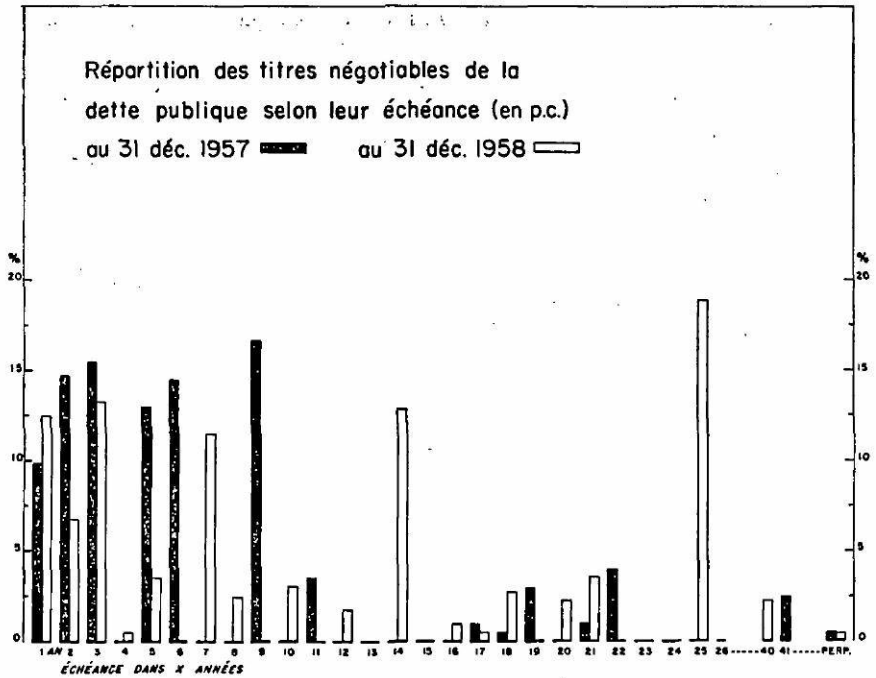
Le graphique qui suit permet de calculer avec une grande précision l'allongement de l'échéance moyenne tel qu'il a été réalisé<sup>1</sup>.

La conversion ne réglait qu'une partie du problème. Il restait à trouver les fonds nécessaires au financement du déficit. On sait déjà que l'État a posé le geste d'une extrême gravité (à cause de sa valeur de précédent en temps de paix) d'emprunter 400 millions de dollars à la Banque du Canada et aux banques à charte, remboursables à courte échéance.

Des émissions régulières ont ensuite été mises sur le marché, et les besoins ont été couverts sans trop de difficulté. Encore faut-il voir de quelle façon. À priori, on aurait pu imaginer que

1. L'auteur remercie Roland Parenteau de lui avoir fourni une première version de ce graphique et d'en avoir suggéré la méthode de construction.

## L'ACTUALITÉ ÉCONOMIQUE



l'accroissement remarquable de l'épargne privée se serait prêté à l'achat massif de titres d'État. On sait, en effet, que la récession a été marquée par l'accumulation de liquidités de plus en plus importantes par les particuliers. Ce qui faisait durer la récession aurait dû faciliter l'achat de titres d'État. N'est-ce pas d'ailleurs la caractéristique principale de cette théorie de l'action anti-cyclique de l'État que de drainer par l'emprunt les liquidités qui ne sont pas dépensées?

Or rien de tout cela ne s'est produit. Le portefeuille des titres du public non seulement ne s'est pas accru mais a été réduit assez sensiblement des derniers mois de 1957 à 1958. Les grandes institutions financières non bancaires, en particulier, ne semblent pas avoir joué, sur le marché, le rôle qu'on leur reconnaît habituellement.

C'est donc entièrement grâce à l'appui du système bancaire que le gouvernement a pu financer sa politique. La politique monétaire, en effet, a été axée totalement sur la réalisation des objectifs gouvernementaux. C'est ce qu'il nous reste à explorer.

\* \* \*

Déjà, dans son rapport annuel de 1957, le Gouverneur de la Banque du Canada avait mis en valeur l'accroissement de la masse monétaire. Il niait en même temps avoir pratiqué une politique de restriction au cours des années antérieures. Évidemment, on peut se demander pourquoi il était nécessaire d'augmenter la masse des moyens de paiements si aucune restriction n'avait été pratiquée auparavant. Ce jeu sur le sens du mot restriction était enfantin, et la violence des attaques que les économistes ont portées à ce Rapport lors de la réunion annuelle du C.P.S.A. à Edmonton, a montré qu'ils n'étaient pas dupes, et que pour la première fois la Banque du Canada, à trop vouloir améliorer ses «relations extérieures» à l'instar d'une quelconque chambre de commerce, risquait de perdre son prestige.

Une fois l'orage passé, la même politique d'accroissement de la masse monétaire se poursuivit. En achetant des titres sur le marché, la Banque du Canada soutenait les cours au moment même où le gouvernement en émettait. Ce soutien avait un double «avantage». D'une part, il empêchait les taux d'intérêt de monter trop rapidement et d'autre part, il permettait aux banques à charte d'acheter des montants supplémentaires de titres sur le marché.

En période de récession, la chute de leurs prêts amène toujours les banques à charte à acheter des titres de façon à limiter la chute de leurs revenus en utilisant leurs liquidités supplémentaires. Mais au cours de 1958, les banques ne perdirent qu'environ 250 millions de dollars de prêts, et accrurent leurs prêts hypothécaires d'environ 200 millions de dollars. Pourtant, de la fin novembre 1957 à la fin novembre 1958, leur portefeuille de titres d'État s'était accru de 1,133 millions de dollars, et leur portefeuille de bons du Trésor de 146 millions de dollars. Seuls les achats répétés de l'*open market* de la Banque du Canada leur permirent de transformer à ce point leur actif.

L'essentiel de ce mouvement eut lieu entre les mois d'avril et août 1958. À la fin de septembre 1958, la masse monétaire totale au pays s'était accrue en un an de 14 p.c., les deux tiers de l'augmentation prenant place en cinq mois seulement. Le phénomène est extraordinaire par son ampleur. On sait qu'évidemment, en temps de récession, il n'est pas inutile de rendre le crédit relativement facile. On avait déjà cependant critiqué la Banque du

Canada pour avoir provoqué une hausse de la masse monétaire pendant la récession de 1953-54. On a voulu voir là la cause essentielle de la hausse des prix en 1955 et 1956. Mais l'accroître maintenant de 14 p.c., c'est-à-dire d'un septième environ, en quelques mois, c'est manifester, semble-t-il, une insouciance à l'égard de la stabilité monétaire qui confond l'imagination. Comment maintenant éviter que la reprise de l'économie ne soit marquée par une flambée inflationniste? Elle est devenue inévitable.

Dès les derniers mois de 1958, il semble que les autorités de la Banque centrale se soient rendu compte que selon l'expression familière, «on y avait été un peu fort». L'*open market* semble donc avoir été renversé ou tout au moins les achats nets de la Banque sur le marché ont-ils disparu.

La masse monétaire a donc cessé de croître. Mais l'opération ne semblait pas suffisante. Consciente que, pour remplir le rôle que l'État lui avait confié, la Banque avait préparé une grande poussée inflationniste, les autorités ont cherché à pratiquer une politique inverse, c'est-à-dire catégoriquement déflationniste avant même que le danger ne devienne critique.

Il fallait en somme que l'État rembourse l'aide directe que le système bancaire lui avait fournie, c'est-à-dire une somme de 400 millions de dollars. Pour rembourser cette somme, il fut décidé de procéder au début de décembre à une émission correspondante dans le public. On pourrait ainsi drainer une partie de l'épargne accumulée pour faire disparaître une somme équivalente de la masse monétaire totale.

C'était courageux et radical. Encore fallait-il que le public souscrive. Or l'État était toujours aussi peu disposé à payer des taux d'intérêts élevés. Une première tranche de 300 millions fut donc offerte au taux de 3 p.c., une seconde tranche à 4 p.c. Comme ces taux étaient peu susceptibles d'intéresser les milieux financiers, on vendit ces émissions à escompte, si bien que le taux de rendement fut supérieur aux taux nominaux, encore que peu supérieur dans le cas de la seconde tranche.

La réaction du public fut décevante dès l'ouverture des registres. On ne pouvait oublier que les titres de conversion avaient pour la plupart perdu près de trois points quelques semaines après leur émission, alors que la Banque du Canada avait retiré son appui



pour empêcher la masse monétaire de croître. C'était un piètre prélude au succès d'une nouvelle émission, même si l'échéance rapprochée de la première tranche limitait forcément l'ampleur de la chute.

Il était manifestement trop tard pour intervenir. Les capitaux refluaient maintenant du marché des titres d'État vers le marché des actions pour se protéger contre une inflation certaine. C'est là qu'il faut voir indiscutablement la cause de la hausse prononcée de la Bourse depuis quelques mois.

Ainsi pour soutenir les titres d'État, la Banque du Canada avait accru la masse monétaire. Voulant en arrêter la progression, elle avait laissé choir les cours. Du coup, sous la double menace d'une inflation et de la perte possible de capital, le marché s'était vidé de capitaux qui ont été se réfugier à la Bourse. Vouloir les en faire sortir aurait demandé des taux d'intérêt très élevés ou des escomptes considérables. Ne voulant ou ne pouvant accepter ni l'un ni l'autre, la Banque du Canada en sera réduite à observer le cheminement d'une inflation qu'elle aura elle-même causée. On peut espérer que cette fois les autorités auront le bon goût de ne pas inciter les particuliers et les institutions financières à la sagesse, à la prudence, à l'épargne, ou à d'autres vertus ancestrales et recommandées. Le public n'est pour rien dans la machine que l'on a mise en branle et ce serait en faire un bouc émissaire que de lui tenir le langage qui a émaillé les discours du ministre des finances ou du Gouverneur de la Banque du Canada en 1955 et en 1956.

\* \* \*

Cette triste série d'événements n'a pas qu'une importance épisodique et transitoire. Elle illustre le dilemme dans lequel la politique dite de *deficit spending* est enfermée. Il fut un temps, alors que la théorie keynésienne était la base même de l'intervention gouvernementale, où l'on croyait que le financement du déficit pourrait être entrepris en drainant les liquidités inutilisées du public. La situation réelle au cours de l'année qui vient de s'écouler a été tout autre. Le gouvernement avait besoin de 1,400 millions de dollars. Le portefeuille des banques s'est accru de ce montant, et la masse monétaire s'est aussi accrue de 1,400 millions de dollars environ.

On a utilisé, en définitive, des moyens très compliqués pour procéder à une création de monnaie pure et simple.

Il n'était pas nécessaire qu'il en fût ainsi. Aux États-Unis où on a suivi la même politique générale, la masse monétaire ne s'est pas accrue de plus de 6 p.c. Il y aurait donc eu moyen de ne pas recourir exclusivement à l'inflation. Il n'en reste pas moins que l'exemple canadien nous permet de mieux délimiter les modes d'application de la théorie du déficit budgétaire. Pour ce faire, il n'est pas inutile de chercher à circonscrire avec précision les objectifs que l'on entend se fixer.

Un premier objectif, le plus important dans l'ordre des préoccupations de l'après-guerre, a été celui de maintenir le plein emploi. Essentiellement, l'emploi étant défini comme une fonction du revenu et le revenu une fonction de la demande globale de biens et de services, il faut donc maintenir celle-ci à un niveau aussi élevé que possible. Si la demande du secteur privé fléchit, il faut que la demande du secteur public s'accroisse coûte que coûte même si les revenus budgétaires baissent. D'où le recours au *deficit financing*.

Le deuxième objectif est un corollaire du maintien du plein emploi. Si l'on veut que la politique de relance de la demande globale soit accompagnée d'un niveau optimal d'investissement, il faut que les taux d'intérêt sur le marché soit aussi bas que possible de façon à ce que l'incitation à investir soit maximum. Cet objectif est, soit dit en passant, d'autant plus acceptable à l'État que de cette façon il peut réduire le service de la dette à un niveau minimum.

Le troisième objectif a trait aux responsabilités traditionnelles de la Banque centrale. Elle doit veiller à ne pas laisser la valeur de la monnaie se déprécier. Les poussées inflationnistes que l'on a constatées un peu partout dans le monde depuis la guerre ont évidemment attiré l'attention sur cet objectif et lui ont donné une actualité de plus en plus grande. On admettait volontiers que l'inflation de 1945 à 1949 était déterminée par les politiques monétaires nécessaires à la conduite de la guerre. L'inflation de 1950 et de 1951 s'expliquait aussi par les nécessités financières de la guerre de Corée. Depuis ce temps cependant, l'inflation ne pouvait se réclamer des mêmes excuses. La responsabilité directe des Banques centrales devenait plus exclusive, plus claire aussi.

Il nous reste à nous demander dans quelle mesure ces trois objectifs sont compatibles. On sait déjà que la plupart des économistes contemporains, à la suite de Keynes lui-même, admettent que ces trois objectifs peuvent ne pas être tout à fait compatibles, et presque tous admettent que, s'il faut choisir, c'est la stabilité monétaire qu'il faudra sacrifier, étant entendu cependant que la chute de la valeur de la monnaie devrait être limitée, « rampante » pour reprendre l'expression maintenant consacrée. Il resterait évidemment à se demander si, lorsque la masse monétaire s'accroît de 14 p.c. en un an, elle rampe vraiment ou si elle bondit. Il faudrait même se demander si, en cas de récession un peu prononcée, il est possible de maintenir intégralement la poursuite des deux premiers objectifs sans provoquer un glissement inadmissible ou même intolérable dans la valeur de la monnaie.

Il est, en effet, évident que si on désire maintenir à tout prix les taux d'intérêt à un niveau très bas, lorsque le gouvernement lance de grosses émissions sur le marché, la Banque centrale va avoir à soutenir les cours, donnant ainsi aux banques des liquidités additionnelles qui seront investies à leur tour. Plus les taux d'intérêt seront artificiellement maintenus à un bas niveau, et les émissions importantes, plus le recours à l'inflation pour financer l'État sera grand.

Faut-il alors accepter un relèvement général des taux d'intérêt en temps de récession et inciter le public à acheter des titres. On éviterait alors l'inflation, mais ne serait-ce pas compromettre la reprise? On l'a longtemps cru et non sans raison. Il ne fait pas de doute que si les titres d'État portent intérêt à 5 p.c., les municipalités devront payer 6½ ou 7 p.c., les services publics presque autant. Si l'on admet que de nos jours, en raison de diverses considérations, d'ordre fiscal en particulier, les taux d'intérêt affectent assez peu les investissements industriels, ils continuent d'avoir une grande importance pour les deux types d'emprunteurs que l'on vient de mentionner. L'argument a pris une importance singulière depuis quelque temps. Invariablement, on s'est opposé à des hausses des taux d'intérêt sur les titres fédéraux en invoquant l'état déplorable des finances municipales. Il est difficile d'apprécier la valeur de l'argument. On ne peut s'empêcher de croire que s'il a vraiment l'importance des clameurs qui le

portent, il y aurait lieu de songer à réformer les méthodes de financement des autorités publiques locales de façon à le rendre moins onéreux. Il n'est pas impossible qu'une garantie provinciale ou fédérale ou même que des prêts directs ne puissent être envisagés. Il est tout de même paradoxal que les compagnies de la Couronne puissent obtenir des prêts de l'État à des taux d'intérêt habituellement très inférieurs aux taux du marché, alors que les municipalités sont placées dans la même situation que les entreprises privées.

De toute façon, il est inconcevable que pour éviter d'avoir à faire face à un agencement rationnel des politiques anti-cycliques et anti-inflationnistes on se barricade ainsi derrière l'argument des finances municipales.

Quoi qu'il en soit, il est possible qu'en manœuvrant davantage les taux d'intérêt, en leur donnant une flexibilité beaucoup plus grande, on limite légèrement l'efficacité de la politique de relance de l'économie pratiquée par l'État. Un compromis n'en est pas moins nécessaire. Il est clair maintenant que l'État ne peut pas maintenir l'emploi, les taux d'intérêt et les prix. Il peut manœuvrer deux de ces variables à la fois, mais pas les trois ensemble. Vouloir constamment sacrifier la stabilité monétaire au plein emploi et à de bas taux d'intérêt c'est, en somme, sacrifier un avantage à long terme à un but de courte période, aussi louable soit-il. Encore une fois, une position mitoyenne semble être nécessaire, d'autant plus d'ailleurs que, d'un cycle à l'autre, la dépréciation continue de la monnaie rendra de moins en moins facile une politique de *deficit spending* qui ne soit pas entièrement inflationniste. La dépréciation de la monnaie risquerait donc de s'accélérer. L'inflation «rampante» finirait par se transformer en inflation ouverte.

Jacques PARIZEAU

**Le financement des commissions scolaires** La discussion par l'opinion publique des problèmes de l'enseignement a pris depuis quelque temps en Amérique du Nord une vogue assez extraordinaire. On a mis au premier plan de ce qu'on a convenu d'appeler la crise de l'enseignement, l'aspect financier, comme si du côté des conceptions