

Le rapport annuel du gouverneur de la Banque du Canada, 1967

Léon Courville

Volume 44, numéro 1, avril-juin 1968

URI : <https://id.erudit.org/iderudit/1003002ar>

DOI : <https://doi.org/10.7202/1003002ar>

[Aller au sommaire du numéro](#)

Éditeur(s)

HEC Montréal

ISSN

0001-771X (imprimé)

1710-3991 (numérique)

[Découvrir la revue](#)

Citer cet article

Courville, L. (1968). Le rapport annuel du gouverneur de la Banque du Canada, 1967. *L'Actualité économique*, 44(1), 141–148. <https://doi.org/10.7202/1003002ar>

Le rapport annuel du gouverneur de la Banque du Canada, 1967 Le rapport annuel du gouverneur de la Banque du Canada pour l'année 1967,

se révèle très intéressant à deux titres. Premièrement, l'analyse conjoncturelle qu'il présente est encore mieux étoffée que par les années passées et, deuxièmement, l'année 1967 et le début de 1968 ont été fertiles en événements.

Nous analyserons ce rapport, d'abord, en résumant le document conjoncturel, puis, en interprétant les vues qui y sont exposées.

1 — *La conjoncture en 1967*

a) *La conjoncture économique et financière à l'extérieur*

L'économie canadienne étant fortement influencée par la tenue de l'économie de certains autres pays, il convient de s'arrêter à l'étude de la conjoncture internationale. Trois éléments l'ont dominée : la phase d'ajustement des économies britannique, allemande et américaine, la reprise de l'activité normale aux États-Unis et en Allemagne, les difficultés monétaires internationales de la livre sterling et du dollar.

Dans l'ensemble, le taux de progression du commerce international a faibli et les produits bruts ont surtout été frappés. La plupart des pays de la C.E.E. ont vu leur balance courante s'améliorer tout comme aux États-Unis alors que, dans ce dernier cas, on note une dégradation très sensible de la balance des capitaux (le déficit de la balance des paiements en termes de liquidités étant de 3.6 milliards de dollars comparativement à 1.4 milliard en 1966). En outre, aux États-Unis, l'année 1967 a été divisée en deux : au premier semestre, la production et l'emploi ont fléchi, au second semestre, l'activité a repris à son taux moyen à long terme. Alors que dans la plupart des pays européens on assistait à un soulagement des tensions inflationnistes, aux États-Unis, la poussée des coûts et des prix s'est maintenue.

Sur le plan financier, on nota, aux États-Unis, une certaine aisance de la politique monétaire qui se traduit par une augmentation de 11 p.c. de la masse monétaire. Le marché des capitaux

n'en demeura pas moins tendu et les taux d'intérêt à long terme atteignirent les sommets les plus hauts depuis la crise de 1929. Pour sa part, la dégradation très sensible de la balance des paiements américaine a conduit à des mesures de deux ordres : un projet de loi visant à prélever une surtaxe de 10 p.c., ainsi que le moratoire du 1^{er} janvier 1968 concernant les investissements étrangers. Ce moratoire prévoit :

- « a) le contingentement obligatoire des investissements directs à l'étranger par les sociétés américaines ;
- b) une nouvelle réduction des crédits ouverts à des non-résidents par les banques et les autres institutions financières des États-Unis ;
- c) l'ajournement des voyages non essentiels des résidents américains vers les pays de l'hémisphère occidental ;
- d) la réduction du coût en devises des programmes du gouvernement à l'étranger et des missions officielles dans les autres pays ; et
- e) des mesures destinées à augmenter davantage l'excédent de la balance commerciale américaine. »¹

Enfin, un autre événement vient s'ajouter à cette liste déjà passablement longue des courants économiques et financiers qui n'ont certes pas entraîné favorablement la conjoncture canadienne : la dévaluation de la livre sterling.

b) *La conjoncture économique canadienne*

Au Canada, le taux d'accroissement du P.N.B. en termes réels a passé de 6 p.c. en 1966 à 2.25 p.c. en 1967. De plus, cet accroissement de production est, en majeure partie, due à un volume plus large de l'emploi de sorte que les gains de la productivité sont presque nuls ; l'accroissement ayant touché, dans une proportion de 4 à 1.5, le secteur des services « il est donc possible que les mutations aient eu des effets défavorables, encore que temporaires sur l'évolution de la production »². Enfin, la majeure partie de cette hausse est survenue au premier trimestre, donc mouvement contraire à celui qui est survenu aux États-Unis.

L'emploi pour sa part a plafonné au second semestre et le taux de chômage fut à peine supérieur au taux d'accroissement de la main-d'œuvre. La poussée des coûts et des prix a quelque peu ra-

1. Rapport annuel du gouverneur de la Banque du Canada, p. 24.

2. *Op. cit.*, p. 30.

lenti en 1967 et même si elle fait l'objet d'inquiétude elle a « affiché une tenue qui se compare avantageusement à celle de nos principaux concurrents sur la scène de l'économie mondiale »³. On doit, cependant, rapprocher ce dernier passage à ce que le gouverneur écrivait dans son rapport annuel de 1966 : « ... il nous faut sur le plan pratique réussir au moins aussi bien que les États-Unis si nous voulons nous épargner de graves problèmes »⁴.

Parmi les divers éléments de la demande, on doit remarquer que le revenu personnel a crû moins vite qu'en 1966, mais que les dépenses des ménages ont augmenté dans une proportion légèrement plus forte que les revenus. Les services et les biens non durables ont, en majeure partie, absorbé cette hausse. La situation du logement a, pour sa part, empiré en 1967, et le prix des maisons a dû s'en ressentir. Le rapport appuie la mesure visant à hausser le plafond du taux de la L.N.H. dans le but d'attirer vers le marché hypothécaire les fonds privés.

Du côté de l'investissement en capital fixe, les données sont embrouillées et soulèvent quelques inquiétudes. À la fin de 1966, les investissements plafonnèrent et, en conséquence, on a dû, au début de 1967, abandonner certaines mesures restrictives comme l'impôt remboursable sur les bénéfices des sociétés, l'impôt sur la machinerie et l'outillage, etc. Malgré tout, les investissements subirent une très forte baisse au cours de l'année 1967.

Les éléments de la demande du secteur public continuèrent de progresser en 1967 à un rythme plus lent qu'en 1966. Comme les revenus ont augmenté plus légèrement, le déficit global du secteur public s'est accru passablement, ce qui n'est pas sans avoir attisé d'une façon sensible la tension sur les marchés financiers.

Enfin, la balance courante des paiements a connu une nette amélioration en 1967, tant du côté du solde des marchandises, grâce à l'effet combiné d'une hausse des exportations et d'une baisse des importations, que du côté du solde des opérations invisibles, grâce à l'Expo 67, et en dépit d'une conjoncture défavorable sur le plan international.

3. *Op. cit.*, p. 33.

4. *Op. cit.*, p. 8.

Certains indices pourraient nous laisser présager une récession. Le rapport de la Banque du Canada tend à dissiper cette éventualité :

« Un des aspects à noter dans la conjoncture canadienne en 1967, c'est la portée plutôt modeste des changements intervenus au sein de l'économie, qu'on les place dans la perspective de toute la période d'expansion ou qu'on les compare à des cas antérieurs en période d'ajustement. ... deux des plus importants indicateurs conjoncturels ont suivi, au cours de la période d'ajustement, une évolution différente de celle des deux périodes antérieures qui s'étaient muées en récession, en 1957-58 et en 1960-61. »⁵

2 — Les traits marquants de la politique monétaire

La tâche d'une banque centrale est toujours compliquée par la présence de contraintes ou de dilemmes. Ceux qui marquèrent l'année 1967 furent particulièrement complexes. D'ailleurs, le gouverneur commence son rapport par cette observation.

On peut diviser les contraintes auxquelles la banque centrale a eu à faire face en trois groupes : les contraintes relatives aux mouvements de fond de la conjoncture, les contraintes financières et celles que des circonstances institutionnelles particulières ont imposées. Il ne faut pas oublier non plus que l'interaction des groupes a joué également.

Le premier type n'est pas nouveau. Une conjoncture caractérisée par une activité ralentie, un chômage croissant et des prix qui s'élèvent est une situation des plus embarrassantes pour la politique monétaire, surtout si on y ajoute des mouvements qui ont accru les tensions inflationnistes : les entrées de fonds importants (via l'Expo 67), l'amélioration de notre solde au compte des marchandises. Le gouverneur, bien que concerné par le problème, se décharge, comme il l'a fait plus explicitement en 1966, de responsabilités qui ne peuvent d'ailleurs pas lui être imputées.

« Je continue d'espérer que la tâche de poursuivre cet objectif (c'est-à-dire freiner la hausse des coûts et des prix), n'incombera pas exclusivement à la politique monétaire... J'escapte que les pouvoirs publics s'appliqueront les premiers à influencer les groupes qui ont un pouvoir de marchandage pour les amener à accorder... leurs demandes de majoration de revenus avec les progrès réels de la production. »⁶

5. *Op. cit.*, p. 27.

6. *Op. cit.*, p. 8.

Il est d'ailleurs facile de constater que l'allure expansionniste impartie à la politique monétaire n'avait certes pas pour but d'assouplir ce dilemme dans le sens de la protection de ces avantages concurrentiels de l'économie canadienne, ce qui est une préoccupation majeure chez le gouverneur.

Au contraire, à notre avis, la politique de la Banque du Canada avait surtout pour but d'aménager des conditions particulières sur les marchés financiers face à de multiples tendances opposées. Un des premiers aspects de la question est sans conteste les besoins financiers des gouvernements et principalement du gouvernement fédéral comme le mentionne explicitement le rapport (p. 64). Il convient ici de souligner que plus de 50 p.c. des besoins financiers en termes d'émission d'obligations du gouvernement fédéral furent satisfaits au cours des deux premiers trimestres, ce qui coïncide aux dires du rapport, avec la période d'aisance monétaire (voir pages 67 et 50-51). Un second aspect a déjà été mentionné ; la baisse prévue des investissements avait alerté les pouvoirs publics et il fallait donc permettre que les conditions monétaires et financières aillent de pair avec le relâchement de certaines politiques discriminatoires (la suppression de l'impôt remboursable sur les bénéfiques et l'abolition de la taxe de vente sur la machinerie). En fait, l'année se passa comme on sait et pourtant la pression à la hausse se maintenait sur les taux d'intérêt. À cela, on peut faire remarquer que les traits de fond de la conjoncture canadienne ont dévié sensiblement de ceux des États-Unis et que si une pression s'exerce là-bas sur les marchés financiers elle se transmet automatiquement sur le nôtre. De plus, le gouverneur a une explication qui est loin de communiquer l'optimisme dans les circonstances actuelles.

« Une autre force jouait... et qui tenait, semble-t-il, et chez les prêteurs et chez les acheteurs à l'attente d'une continuation de la hausse des prix en Amérique du Nord. »⁷

Un troisième élément concerne l'impact sur les marchés financiers de l'entrée des capitaux, auquel il faut inévitablement rattacher le fameux accord sur le niveau-cible de nos réserves de devises. En 1967, vu l'amélioration pressentie à la fois à la balance com-

7. *Op. cit.*, p. 9.

merciale et à celle des invisibles, il fallait faire en sorte que nos entrées de capitaux ne gonflent pas nos réserves. Même si le gouvernement du Canada a pu rapatrier un certain montant de titres canadiens libellés en dollars américains, les opérations durent s'orienter pour faire en sorte que l'entrée de capitaux soit considérablement ralentie. En fait, au cours du troisième trimestre, les taux d'intérêt canadiens connurent une certaine stabilité alors que les taux américains, pour leur part, étaient en hausse (p. 49), si bien que l'écart entre les deux se referma considérablement. Ces éléments se soldèrent en faveur d'une aisance monétaire qui répondait :

« à des considérations d'ordre interne et aussi à la nécessité d'éviter, dans les circonstances d'alors, des entrées excessives de capitaux étrangers... »⁸

Mais cette situation de compromis face à plusieurs courants contraires ne demeura pas favorable longtemps. À la fin de 1967 et au début de 1968 surtout, à la suite de la dévaluation de la livre sterling et de la série de mesures prises par le gouvernement américain en vue d'améliorer la balance des paiements des États-Unis, le Canada a été soumis à de graves pressions sur le marché des changes. Il en résulta que la politique monétaire devait s'axer principalement sur le rétablissement d'une position plus stable sur le marché des changes. Et c'est là peut-être que les mesures prises à cette occasion cessaient de correspondre à des conditions qu'impliquait notre situation conjoncturelle interne. Le gouverneur a eu des paroles bien typiques à ce sujet et qu'on a déjà entendues autrefois avec une certaine perplexité.

« Pour ma part, je suis, depuis longtemps, convaincu que, dans l'ensemble, notre position économique se présenterait sous un bien meilleur jour si nous n'avions pas à compter, dans une si large mesure, sur des entrées de capitaux, surtout quand le pays d'où nous vient la majeure partie de ces capitaux est lui-même confronté à des difficultés de paiements extérieurs. »⁹

Plus tard, les pressions se dissipèrent grâce à la publication formelle que le Canada serait exempté. Mais on a quand même appris récemment que le prix de cette exemption pourrait être plus élevé que prévu. En effet, les nouvelles directives aux banques à charte

8. *Op. cit.*, p. 10.

9. *Op. cit.*, p. 12.

canadiennes concernant les *swaps deposits* vont tendre à solidariser et même fusionner de plus en plus le marché monétaire nord-américain.

Enfin, un dernier type de pression semble avoir préoccupé la banque centrale et qu'il nous faut mentionner. En effet, cette année avait lieu la mise en marché de la nouvelle loi sur les banques à charte. On connaît la forte concurrence que d'autres intermédiaires financiers livrèrent aux banques à charte, dans le but d'attirer les dépôts du public et des fonds à court terme. Grâce aux nouvelles dispositions de la loi, les banques ont été en mesure de répondre à la concurrence avec beaucoup plus de souplesse. Il s'ensuivit alors que la politique d'aisance monétaire qui cadrait avec des vues bien précises sur l'évolution des taux d'intérêt au Canada ne correspondait pas à une certaine escalade de la concurrence qui se porte essentiellement sur les rendements offerts. À ce propos, M. Rasminsky nous rappelle qu'il est intervenu personnellement auprès des banques à charte.

Dans l'ensemble, l'évolution de la situation économique et financière ne semble pas satisfaire pleinement les vues du gouverneur. Si on l'analyse objectivement, on peut affirmer que les politiques publiques n'ont pas pour tout le moins contribué à l'assouplissement des tensions inflationnistes si elles ne les ont pas encouragées. Le gouverneur est discrètement de cet avis quand il dit :

« Nous nous sommes payé des accroissements de revenus qui sont allés bien au-delà de ceux que nous avons en réalité gagnés par l'augmentation de notre production et les prix, nonobstant le rétrécissement des marges bénéficiaires, devaient donc monter. » (p. 7)

Un dernier sujet de réflexion nous est fourni dans ce rapport ; il concerne le problème des paiements internationaux. Après avoir mentionné que les États-Unis ont effectué certaines mesures pour corriger leur déficit et qu'il incombe aux pays excédentaires d'y faire une contrepartie, le gouverneur souligne, avec ce que nous qualifions de sagesse du praticien, que l'on ne doit pas compromettre le système qui a permis au monde une libéralisation des échanges. Dans toutes les discussions actuelles, où se trouvent mêlées l'économique et la politique, une vue réaliste et prudente est la seule possible à court terme. Aussi, M. Rasminsky fonde-t-il des

espoirs sur le Droit de Tirage Spécial mis de l'avant à Rio de Janeiro.

Dans l'ensemble, le rapport de la Banque du Canada est assez intéressant car le gouverneur adopte une attitude très réaliste, voire franche. Le rapport place, en effet, dans une saine perspective, les potentialités de la politique monétaire. De plus, comme nous l'avons souligné, la partie concernant l'analyse conjoncturelle s'améliore d'année en année.

En fait, les réflexions du gouverneur mériteraient une audience beaucoup plus vaste. Nous y voyons des propos maintes et maintes fois abordés, soit par des académiciens, soit par le gouverneur lui-même depuis un couple d'années, sans pour autant y trouver des échos politiques qui seraient les bienvenus dans les circonstances difficiles que nous traversons. Entre autres, le gouverneur nous semble bien conscient que l'allure de la politique monétaire n'a certes pas soulagé les poussées d'inflation que nous éprouvons et il en suggère lui-même discrètement les voies de solution.

Léon COURVILLE

La conférence de la Nouvelle-Delhi et l'évolution des rapports économiques entre nations pauvres et nations riches

En 1964, se réunissait à Genève la première Conférence des Nations Unies

pour le Commerce et le Développement (C.N.U.C.E.D.). Le but de cette réunion était l'analyse des problèmes que posent dans le long terme, le développement et la fixation des tendances en ce qui concerne les actions à entreprendre. La session fut caractérisée par une lutte entre nations riches et nations pauvres, lesquelles insistaient sur la nécessité de définir une nouvelle division internationale du travail. L'accord ne put évidemment se faire au plan des principes mais on mit sur pied une institution permanente (le secrétariat de la C.N.U.C.E.D.) animée par Raul Prebisch. Depuis 1964, les problèmes se sont précisés, les difficultés des pays sous-développés se sont aggravées, les pays du Tiers-Monde ont pu développer leurs revendications : accroissement de l'aide des pays riches,