

NOT FOR PUBLICATION BEFORE: 1:00 P.M. EASTERN STANDARD TIME
NOVEMBER 28, 1977

REMARKS BY
GERALD K. BOUEY
GOVERNOR OF THE BANK OF CANADA
TO
THE CANADIAN CLUB OF TORONTO
TORONTO, ONTARIO
NOVEMBER 28TH, 1977

Remarks by
Gerald K. Bouey
Governor of the Bank of Canada
to
The Canadian Club of Toronto
November 28, 1977

For some time now I have sought on occasions like this one to explain what I believe to be the main obstacles to good economic performance in Canada and the role that monetary policy can play in helping to overcome them. What I have been trying to emphasize is the difficulty of achieving more satisfactory levels of output and employment so long as rates of pay and prices in Canada keep being pushed upwards as rapidly as they have been in recent years. We need to ensure, of course, that the aggregate level of public and private spending by Canadians grows at a reasonable rate. But we also need to keep the prices of our goods and services -- and the cost of the labour needed to produce them -- from rising faster than our markets both at home and abroad will bear. That's why I believe that we can deal successfully with our unemployment problem only if at the same time we manage to deal successfully with our inflation problem -- only, that is, if we become more competitive.

It's on these grounds that I have been arguing the case for monetary and other policies, together with changes in private attitudes

achieved so far in getting the Canadian economy back on track, and how this may influence its performance over the period ahead.

So far as the current economic situation is concerned, there is no shortage of difficulties to point to. Unemployment remains undesirably high. In recent months food prices have produced a significant bulge in the rate of increase in consumer prices. Although there has recently been some recovery in retail sales, consumer confidence does not seem to be strong. Business confidence is also at a rather low ebb, judging from the level of new investment in plant and equipment in fields other than energy. On the external side, we have been making progress in our merchandise trade but our balance of payments deficit on current account remains very large and we are financing it by going into debt abroad at a rate that is correspondingly high.

That's one side of the current picture, but there is another side. There are factors at work in our economy which, given time, should considerably improve our situation. Indeed, I would argue that the Canadian economy has now in fact made many of the adjustments that were necessary in order to allow it to perform better and to compete more effectively with the rest of the world. Thus, while the bad news is that our economy has been going through a difficult period, the good news is that we may already have completed a large part of what was bound to be a difficult journey. Much of the essential groundwork has already been laid both for a pick-up

correspondingly obscured the continuing improvement in our non-food price performance over the course of the present year. Taking the two years together, the over-all rise in the Consumer Price Index to date has not been greatly out of line with what had been hoped for back in 1975 when the Anti-Inflation Program was first introduced. Hopefully, the prices of foodstuffs both from domestic and foreign sources will not continue to rise at such high rates much longer. Meanwhile, the recent weakness of world prices for many industrial commodities, together with the decline in Canadian interest rates from last year's levels, both represent -- for the time being at least -- some relief from pressure in these particular areas of production costs.

Other important adjustments that have been made in the economy include a firmer control of expenditures by governments across the country and a less rapid rate of monetary expansion. This relatively moderate rate of monetary growth has been accompanied by a decline in short-term interest rates, which are now significantly lower than a year ago. The same is true of mortgage rates. Long-term rates have also declined. Interest rates are not high now in relation to the underlying rate of inflation. Funds are readily available to creditworthy borrowers in financial markets and from financial institutions. Whether looked at in relation to our monetary targets or in relation to credit conditions, the current setting of monetary policy is not, in my view, impeding the achievement of more satisfactory levels of output and employment in Canada.

For this hope to be realized various things must go right. One of them is that the economic expansion that is currently proceeding in the outside world must continue. In the view of some observers, the fact that this expansion lacks the exuberance of previous periods of world economic recovery gives reason to fear that it may soon peter out, abetted by a rising tide of protectionism, unless governments adopt considerably more aggressive stimulatory policies than they are now doing. I concede that there are risks here. There are many countries in the world experiencing economic conditions that are unsatisfactory for essentially the same reasons that they are unsatisfactory here in Canada. Investment in new plant and equipment is relatively weak throughout the industrial world. But the prospects for a continued reasonably strong expansion of the U.S. economy, which is so important for us, look good. Other major economies are likely to grow too, though perhaps at a modest rate. The reluctance of major countries to court the risk of a renewal of inflation may in fact turn out to augur well for a moderately-paced but long-lived expansion of the world economy.

Another thing that must go right is a strengthening of business and consumer confidence in Canada. Confidence is usually at its lowest ebb just before economic activity finally begins to pick up, but it strengthens quickly with an upturn in activity. It is not unreasonable to expect signs of such a revival to make their appearance before long given the prospects for somewhat stronger growth in total spending and

environment, inflationary pay increases -- whether a post-control bubble or not -- will cost Canadians jobs.

The responsibility for adjusting our wage and price behaviour to a market environment which, while reasonably strong, will not be inflationary, is one that all of us share. I realize how distasteful it is for any group in the country, whether private or public, to accept the fact that increases in its own rates of pay or prices or taxes or other impositions can be a significant factor in pushing up our costs of production to levels that make it more difficult for some Canadians to find work. But the hard fact is that these myriad decisions, taken together, can have this effect, and that's why I hope that in the period that lies ahead such decisions will be made in a realistic and responsible way. And of course I do not in any way exempt the public sector from such responsibility. There, for example, if pay demands are made that would outstrip the gains achieved in private employment, much will depend on the determination of governments and their agencies not to yield to them. The cost of giving in to such demands must inevitably be borne by the public either as taxpayers or as captive consumers of public services, and the example of excessive pay increases in the public sector would undoubtedly lead to at least some excessive increases in the private sector.

Naturally I am anxious that as we approach the end of controls no one should look to monetary policy to accommodate inflationary increases

economy in 1978. My own view, based largely on the degree to which the economy has already adjusted to the necessities of the situation, is that there are reasonable grounds for feeling a degree of optimism about this country's economic prospects. It is not unreasonable to suppose that we Canadians, if we act sensibly, can reduce our rate of inflation next year to roughly the same, or even a little lower rate, than that of the United States. It is also not unreasonable to suppose that we can at the same time achieve a quite respectable increase in employment and in the physical volume of production in Canada. As I have indicated, the monetary growth targets that the Bank of Canada is currently pursuing, though lower than last year's targets, are intentionally designed to accommodate an outcome of this general character without significant strain on credit market conditions.

Whether or not things work out as well as this in the Canadian economy in 1978 will depend in large measure on the response of Canadians in their wage and price behaviour to the current setting of public policies.

There is no doubt that we can, if we are so inclined, revert to saddling our economy with costs of production so high as to perpetuate existing unemployment levels, further erode the value of our money, and throw away the chances of achieving the degree of prosperity that a country as potentially rich as Canada ought to be able to afford its citizens.

I believe that Canadians have too much common sense and too much sense of community responsibility to respond to the challenge of

NE PAS PUBLIER AVANT 13h00, HEURE NORMALE DE L'EST
le 28 novembre 1977

ALLOCUTION PRONONCÉE PAR
GERALD K. BOUEY
GOUVERNEUR DE LA BANQUE DU CANADA
AU
CANADIAN CLUB DE TORONTO
LE 28 NOVEMBRE 1977

Allocution prononcée par
Gerald K. Bouey
Gouverneur de la Banque du Canada
au Canadian Club de Toronto
le 28 novembre 1977

Depuis un certain temps déjà, je m'efforce, dans des occasions comme celle-ci, d'exposer ce qui à mon sens constitue les principaux obstacles au bon fonctionnement de l'économie canadienne et de montrer comment la politique monétaire peut aider à les surmonter. Ce que j'ai essayé de souligner jusqu'ici, c'est la difficulté d'améliorer de façon satisfaisante la situation de la production et de l'emploi, tant que les coûts et les prix canadiens continuent d'être entraînés à la hausse à un rythme aussi rapide que celui des dernières années. Nous devons, bien sûr, veiller à ce que la dépense globale des secteurs privé et public croisse à un taux raisonnable. Mais nous devons également empêcher les prix des biens et services que nous produisons – et les coûts en main-d'œuvre qu'ils impliquent – d'augmenter à un rythme trop rapide pour notre marché intérieur et nos marchés de l'étranger. C'est pourquoi je suis d'avis que nous ne pourrions régler notre problème de chômage que si nous pouvons en même temps régler notre problème d'inflation, autrement dit, que si nous améliorons notre compétitivité.

des coûts et des prix, même lorsque le marché est trop faible pour supporter une telle hausse. Ces anticipations sont nées de l'évolution passée. Pour en venir à bout, nous devons faire en sorte qu'il ne subsiste aucun doute sur notre volonté de combattre l'inflation. C'est pour cela que nous ne pouvons pas rebrousser chemin au beau milieu du parcours.

Voilà en quelques mots l'essentiel du message contenu dans mes récents discours et rapports annuels. Aujourd'hui, je voudrais dire quelques mots des résultats produits jusqu'ici par les efforts visant à ramener l'économie canadienne sur la bonne voie et de la façon dont ces résultats peuvent dorénavant influencer la tenue de l'économie.

En ce qui a trait à la situation économique actuelle, les problèmes ne manquent pas. Le chômage demeure nettement trop élevé. Au cours des derniers mois, les prix des produits alimentaires ont contribué dans une très large mesure à faire augmenter l'indice des prix à la consommation. Malgré une certaine amélioration observée récemment au niveau des ventes au détail, les consommateurs ne semblent pas très confiants. Dans les milieux d'affaires, la confiance est également assez faible, si l'on en juge par le niveau des investissements en outillage et équipement dans les secteurs autres que l'énergie. Sur le plan extérieur, notre balance commerciale est en train de s'améliorer, mais le déficit du compte courant de la balance des paiements demeure considérable et nous le finançons par des emprunts tout aussi considérables à l'étranger.

descendre à 6% ou moins. Ainsi, le taux d'accroissement des coûts en main-d'œuvre - un des facteurs déterminants de notre compétitivité sur les marchés internationaux - a été ramené chez nous à un niveau comparable à celui des pays étrangers.

À première vue, la tendance récente de l'indice des prix à la consommation paraît contredire l'opinion selon laquelle le taux fondamental d'inflation continue de se modérer au pays. Mais il s'agit là d'un domaine où les apparences sont parfois trompeuses. En 1976, le recul exceptionnel et temporaire du prix des produits alimentaires, conjugué au fait que les prix des produits importés n'avaient pas augmenté en raison du cours élevé du dollar canadien, avait donné une idée exagérée de l'amélioration de la tenue fondamentale des prix. De même, la nouvelle poussée des prix des produits alimentaires en 1977, combinée à l'incidence de la chute du cours du dollar canadien, a voilé l'amélioration constante affichée cette année par les prix des produits autres que les aliments. À ce jour, la hausse globale de l'indice des prix à la consommation pour les deux dernières années n'est pas très différente du taux escompté en 1975, lors de l'adoption du Programme de la lutte contre l'inflation. Le prix des produits alimentaires canadiens et étrangers ne continuera pas, espérons-le, de croître longtemps encore à des taux aussi élevés que ceux des derniers temps. Entre temps, la faiblesse récente à l'échelle mondiale du cours d'un grand nombre de matières premières industrielles ainsi que la baisse des taux d'intérêt

change que les coûts et les prix étaient beaucoup plus élevés au Canada que chez nos principaux partenaires commerciaux, notamment les États-Unis. C'est donc notre passé qui nous suit. Le côté positif de cet ajustement du taux de change est qu'il permet de réparer les dommages causés ces dernières années à notre position concurrentielle sur les marchés internationaux. Toutefois, le soutien qu'apporte cet ajustement ne durera pas très longtemps si les Canadiens veulent absolument compenser par des augmentations salariales l'incidence directe de la dépréciation du dollar sur les prix canadiens. Pour bien profiter des répercussions positives de cet ajustement sur notre position concurrentielle, nous devons contenir rigoureusement l'effet de rétroaction que la dépréciation du taux de change du dollar canadien produira sur nos coûts de production. Sinon, nous ne ferons que tourner en rond, sans pouvoir avancer, ou tout au moins sans avancer dans la direction qui nous convient.

L'amélioration de la tenue des coûts et des prix intérieurs conjuguée à la dépréciation substantielle du dollar canadien ont considérablement aidé à jeter les bases d'une reprise plus satisfaisante de la croissance de la production et de l'emploi au Canada. En fait, j'espère que nous verrons s'amorcer cette amélioration dans le courant de l'année prochaine.

Pour qu'un tel espoir se matérialise, un certain nombre de conditions doivent être réalisées. Tout d'abord, l'expansion économique en cours à l'étranger devra se poursuivre. De l'avis de certains observateurs,

perspectives d'une relative accélération de la croissance de la dépense globale et d'autre part de l'amélioration de notre position concurrentielle. En prouvant qu'ils sont en mesure de maîtriser l'inflation qui sévit chez eux, les Canadiens contribueront certainement à rétablir ce climat de confiance. À ce chapitre, cependant, les facteurs économiques ne sont pas les seuls aspects à considérer, et bien des choses dépendront de la façon dont se déroulera le débat en cours sur l'avenir politique du Québec et du reste du Canada.

Sur le plan intérieur, l'amélioration de la situation économique pourrait dépendre principalement du comportement des Canadiens dans la détermination des prix et des salaires. D'ici la fin de la période de contrôle, la directive de base consiste à abaisser à 6% les taux de rémunération, tandis que les marges bénéficiaires de la plupart des entreprises resteront soumises au contrôle durant toute l'année 1978. Ces dispositions devraient aider considérablement à limiter les répercussions de la baisse du cours de notre monnaie sur les prix et les coûts. Mais qu'arrivera-t-il après la levée des contrôles? Qu'est-ce qui pourra empêcher les coûts de s'accroître beaucoup plus rapidement que la productivité et les prix d'augmenter à un rythme équivalent? En ce qui concerne le secteur privé, la réponse demeure la même que par le passé : la discipline imposée par le système de marché concurrentiel et la viabilité des entreprises. Au moment où nous nous approchons de la période de décontrôle, il est important que nous sachions tous que cette forme de restriction aux augmentations de prix et de coûts persistera

soit involontairement à titre d'utilisateurs des services publics; sans compter que des augmentations salariales excessives dans le secteur public entraîneraient à coup sûr au moins certaines hausses exagérées dans le secteur privé.

Naturellement, j'espère bien, au moment où nous nous acheminons vers la fin de la période de contrôle, que personne ne s'attend à ce que la politique monétaire rende possibles des augmentations inflationnistes de coûts et de prix par le biais d'une expansion monétaire trop forte. Fondamentalement, une banque centrale peut contribuer à créer ou entretenir l'inflation de deux façons. Tout d'abord, elle peut, dans son désir d'aider à relancer rapidement l'activité économique, stimuler exagérément l'expansion monétaire sans tenir compte des considérations à plus long terme. La deuxième façon consiste à stimuler exagérément l'expansion monétaire en laissant passivement les hausses excessives de salaires et de prix exercer leur influence inflationniste. Aucune de ces deux formules n'est bénéfique à long terme. Nous les avons déjà essayées par le passé. C'est d'ailleurs en partie la raison pour laquelle la Banque annonçait tout dernièrement un abaissement de ses objectifs en matière d'expansion monétaire. La mesure avait évidemment un caractère plutôt technique, mais je crois que le message qu'elle comportait était assez clair. Premièrement, la Banque donnait ainsi l'assurance qu'elle permettrait une expansion monétaire suffisante pour favoriser toute croissance économique réelle susceptible

précédemment, les objectifs que poursuit actuellement la Banque du Canada en matière d'expansion monétaire, bien que moins élevés que ceux de l'an dernier, visent à favoriser une conjoncture de ce type sans provoquer de tensions importantes sur le marché du crédit.

Que les choses se passent comme prévu ou non, la conjoncture économique canadienne dépendra dans une large mesure en 1978 de la réaction des salaires et des prix à l'orientation actuelle des politiques mises en œuvre par le secteur public.

Il ne fait pas de doute que nous pouvons, si nous le désirons, accabler de nouveau notre économie de coûts de production de nature à perpétuer les taux actuels de chômage, à ronger davantage la valeur de notre monnaie et à ruiner les perspectives de prospérité qu'un pays aussi potentiellement riche que le Canada devrait être en mesure d'offrir à ses citoyens.

Je crois que les Canadiens ont trop de bon sens et un sens des responsabilités collectives trop développé pour réagir de cette manière aux graves problèmes de l'heure. Je crois que nous avons tiré de l'évolution économique des derniers temps un certain nombre de leçons douloureuses et que nous sommes vraiment en train de surmonter nos difficultés économiques. Les occasions d'entendre des commentaires pessimistes sont fréquentes par les temps qui courent, mais je prétends qu'une bonne