

Revue de la Banque du Canada

Hiver 2005-2006

Numéro spécial
Soixante-dix ans de
banque centrale
au Canada

An ornate, oval-shaped silver frame with intricate scrollwork and floral patterns. Inside the frame is a white, slightly textured oval plaque. The plaque contains engraved text in a cursive script, which is a commemorative inscription for Lord Macmillan.

*Presented to
The Right Honourable
Lord Macmillan, K.C., M.P.
by the
Government of Canada
in
grateful appreciation of his services to Canada
as Chairman of
The Royal Commission
on
Banking and Currency in Canada
Ottawa 1953*

Revue de la Banque du Canada

Hiver 2005-2006

NUMÉRO SPÉCIAL
SOIXANTE-DIX ANS DE BANQUE CENTRALE
AU CANADA

Introduction

Soixante-dix ans de banque centrale au Canada 3

Articles

Soixante-dix ans d'activité : la Banque du Canada dans le
contexte international (1935-2005) 7

Le régime de banque libre et la Banque du Canada 17

La construction d'une politique monétaire adaptée à la
réalité canadienne 29

De la jeunesse à la maturité intellectuelle : rétrospective
de l'évolution de la recherche rue Wellington 35

Discours

Introduction 47

La conduite de la politique monétaire à l'aide
de cibles d'inflation 49

Investir dans la productivité 55

L'efficacité économique et financière : l'importance des
régimes de pension 61

Annonces diverses

Publications de la Banque du Canada 67

Tableaux synoptiques 71

Notes relatives aux tableaux 77

Couverture

Plateau d'argent commémoratif

Jane Boyko, archiviste, Archives de la Banque du Canada

Le 31 juillet 1933, le Parlement mit sur pied la Commission royale sur la banque et la monnaie au Canada. La Commission Macmillan, du nom de son président, le très honorable Lord Macmillan, c.r., eut pour mandat d'étudier le fonctionnement du système bancaire et monétaire canadien et d'examiner les dispositions de la *Loi sur les banques*. Elle fut aussi appelée à se pencher sur la possibilité de fonder une banque centrale.

La Commission Macmillan fut créée peu de temps avant que n'expirent les chartes des banques canadiennes, que le Parlement était chargé de revoir et de renouveler chaque décennie depuis 1871, année d'adoption de la *Loi sur les banques*. C'était aussi l'occasion pour le Parlement de modifier le code bancaire national. En 1933, celui-ci jugea qu'il était devenu nécessaire d'examiner la structure financière existante et ses mécanismes en vue de répondre aux questions soulevées par la Grande Dépression et la conjoncture économique internationale, ainsi que d'orienter l'avenir économique du pays.

La première réunion de la Commission eut lieu dans les huit jours suivant sa mise sur pied, et ses audiences prirent fin le 11 septembre 1933. Lord Macmillan remit

le rapport de la Commission au gouvernement du Canada le 27 septembre, et, le 20 novembre, le premier ministre Bennett annonça son intention d'aller de l'avant avec l'établissement de la Banque du Canada. Celle-ci ouvrit officiellement ses portes le 11 mars 1935.

Le plateau d'argent commémoratif illustré sur la couverture est ceint d'un rebord richement ciselé et gravé d'une vigne ajourée et foliée, de motifs en « c », de coquilles et d'ornements floraux. Le plateau repose sur quatre pieds, également ciselés et gravés, en forme de castors. D'un diamètre de près de 65 centimètres et d'une hauteur d'un peu plus de 8 centimètres, il porte une inscription qui, traduite, se lit : *Offert au très honorable Lord Macmillan, c.p., c.r., LLD, par le gouvernement canadien en témoignage de sa gratitude pour les services rendus au Canada à titre de président de la Commission royale sur la banque et la monnaie au Canada, Ottawa, 1933.*

Le plateau, légué à la Banque du Canada par Lady Macmillan en 1967, fait partie de la collection d'objets des Archives de la Banque du Canada.

Photographie : Mone Cheng, Innovacom, Ottawa.

La *Revue de la Banque du Canada* est une publication trimestrielle qui paraît en format papier et dans le site Web de la Banque (www.banqueducanada.ca). Les *Statistiques bancaires et financières* sont publiées chaque mois. Il est possible de s'abonner aux deux publications.

Revue de la Banque du Canada (publication trimestrielle)

Livraison au Canada	25 \$ CAN
Livraison aux États-Unis	25 \$ CAN
Livraison dans les autres pays, par courrier surface	50 \$ CAN

Statistiques bancaires et financières (publication mensuelle)

Livraison au Canada	55 \$ CAN
Livraison aux États-Unis	55 \$ CAN
Livraison dans les autres pays, par courrier surface	120 \$ CAN

Pour les bibliothèques publiques canadiennes, ainsi que les bibliothèques des ministères fédéraux et des établissements d'enseignement canadiens et étrangers, le tarif d'abonnement est réduit de moitié. On peut se procurer la *Revue* au prix de 7,50 \$, le recueil statistique mensuel au prix de 5,00 \$ et des tirés à part des articles au prix de 2,00 \$ l'exemplaire.

Pour vous abonner ou commander des exemplaires de publications de la Banque du Canada, veuillez vous adresser au Service de diffusion, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9, composer le 613 782-8248 ou adresser tout message électronique à publications@banqueducanada.ca. Les paiements doivent être faits en dollars canadiens à l'ordre de la Banque du Canada. Le montant des abonnements et commandes en provenance du Canada doit être majoré de 7 % pour la TPS et, s'il y a lieu, de la taxe de vente provinciale.

Pour obtenir des renseignements sur les taux d'intérêt ou les taux de change, veuillez composer le 613 782-7506.

Soixante-dix ans de banque centrale au Canada

Allocution prononcée par David Dodge, gouverneur de la Banque du Canada, devant l'Association canadienne d'économique

La Banque du Canada a parrainé une séance spéciale intitulée « Soixante-dix ans de banque centrale au Canada », dans le cadre de la réunion de mai 2005 de l'Association canadienne d'économique, afin de souligner le 70^e anniversaire de sa fondation. Quatre distingués conférenciers, Angela Redish, David Laidler, John Chant et John Helliwell — qui ont tous été conseillers spéciaux à la Banque —, ont fait part de leurs réflexions sur l'évolution de la politique monétaire au cours des 70 dernières années. Leurs exposés sont reproduits dans la présente livraison de la Revue, précédés de l'allocution d'ouverture du gouverneur (ci-après).*
— John Murray, rédacteur invité

C' est pour moi un grand plaisir d'être ici avec vous aujourd'hui et de présider cette séance spéciale qui souligne le 70^e anniversaire de la Banque du Canada.

La Banque a ouvert ses portes le 11 mars 1935, au plus fort de la Grande Crise. Dès le début, elle s'est donc trouvée confrontée à d'énormes défis. Afin de les relever, la nouvelle Banque du Canada a tiré parti de l'expérience d'autres banques centrales, établies de longue date. Celles-ci lui ont fourni de précieux conseils concernant diverses fonctions comme l'émission de

billets de banque, la gestion des réserves de change et la promotion de la stabilité financière.

Toutefois, les indications reçues n'ont été guère utiles quant à ce qui allait devenir la principale fonction de l'institution, soit la conduite de la politique monétaire. Jusqu'à ce que la Banque soit fondée, la politique monétaire avait été assujettie à la discipline stricte du régime de l'étalon-or, un sujet dont Angela Redish a traité dans ses travaux. Cette discipline limitait grandement la marge de manœuvre des autorités.

L'idée selon laquelle les pays, agissant par l'intermédiaire de leurs banques centrales, pourraient tenter de stabiliser l'activité macroéconomique à l'intérieur de leurs frontières est relativement nouvelle.

L'idée selon laquelle les pays, agissant par l'intermédiaire de leurs banques centrales, pourraient tenter de stabiliser l'activité macroéconomique à l'intérieur de leurs frontières est relativement nouvelle. C'est pourquoi, au cours des 70 dernières années, la Banque du Canada et d'autres banques centrales ont dû apprendre sur le tas, en expérimentant et en perfectionnant graduellement l'art et la science de la mise en œuvre de la politique monétaire. Nous avons été aidés largement en cela par le milieu universitaire, y compris par un grand nombre d'entre vous. Mais cette démarche n'a pas été facile et elle n'est pas terminée non plus. La conduite de la politique monétaire est un domaine où il y a encore beaucoup à apprendre.

* Outre les références fournies par les auteurs, le lecteur qui souhaite en savoir davantage sur le contexte et les aspects historiques de cette question pourra consulter les publications suivantes : D. McQueen, « Economic Research at the Bank of Canada, 1935-65 », *Canadian Business Economics*, 1997, vol. 5, n^{os} 2-3, p. 89-95; et P. Duguay et D. Longworth, « Macroeconomic Models and Policy-Making at the Bank of Canada », in : *Empirical Models and Policy-Making: Interaction and Institutions*, sous la direction de M. Morgan, New York, Routledge, 2000. Le premier article est accessible en version française dans le site Web de la Banque, à l'adresse www.banqueducanada.ca.

L'évolution de la politique monétaire

Permettez-moi de passer brièvement en revue quelques changements importants relatifs à la politique monétaire qui se sont produits ces 70 dernières années. Dans son préambule, la *Loi sur la Banque du Canada* précise que la Banque devrait :

[...] atténuer, autant que possible par l'action monétaire, les fluctuations du niveau général de la production, du commerce, des prix et de l'emploi, et de façon générale [...] favoriser la prospérité économique et financière du Canada.

Soixante-dix ans plus tard, cet énoncé décrit encore avec justesse notre objectif. Toutefois, la *Loi* n'indique pas comment il faut s'y prendre, en pratique, pour l'atteindre.

De la fin des années 1930 au début de l'après-guerre, la banque centrale a cherché avant tout à supprimer la déflation et le chômage élevé caractéristiques de la Grande Dépression, puis à empêcher leur réapparition. Ce sujet préoccupait aussi le gouvernement fédéral, comme en témoigne le livre blanc intitulé « Travail et revenus », déposé en 1945.

Nous réalisons maintenant qu'un taux d'inflation bas, stable et prévisible est probablement la meilleure contribution qu'une banque centrale peut apporter au bien-être économique d'une nation.

Le vent s'est mis à tourner vers la fin des années 1950 et au début de la décennie suivante, lorsque les économistes ont persuadé les autorités qu'un arbitrage permanent existait entre une légère montée de l'inflation et un faible recul du chômage. Les décideurs publics n'avaient, pensait-on, qu'à choisir le point voulu sur une courbe de Phillips à pente négative. Mais la difficile conjoncture inflationniste des années 1970 et la reconnaissance tardive du fait que la courbe de Phillips pouvait être verticale — sinon légèrement ascendante — à long terme ont fini par imprimer une nouvelle orientation à la politique monétaire et à

l'axer davantage sur la stabilité des prix. C'est là que nous avons commencé à comprendre que l'équilibre entre la demande et l'offre globales ainsi que la stabilité des prix sont des objectifs complémentaires, ce qu'Olivier Blanchard appelle la « divine coïncidence ». Nous réalisons maintenant qu'un taux d'inflation bas, stable et prévisible est probablement la meilleure contribution qu'une banque centrale peut apporter au bien-être économique d'une nation.

Puisque l'on considérait que l'inflation était « toujours et partout un phénomène monétaire », on se servait des agrégats monétaires comme cibles intermédiaires. Mais finalement, ceux-ci se sont avérés des points d'ancrage inefficaces. Comme Gerald Bouey l'a si bien dit, nous n'avons pas abandonné les agrégats monétaires, ce sont eux qui nous ont abandonnés. Dans leur recherche d'un nouveau point d'ancrage pour leur politique monétaire, les banques centrales ont commencé, au début des années 1990, à se centrer directement sur l'inflation en visant des cibles d'inflation implicites ou explicites.

La transmission et l'efficacité de la politique monétaire

Les instruments de transmission de la politique monétaire ont aussi changé au fil des ans. Durant ses 35 premières années d'existence, la Banque a mené la politique monétaire avec énormément de prudence, car elle croyait que le crédit était fongible et que toutes les possibilités de transactions financières liées au crédit devaient être prises en compte.

Résultat, nous avons concocté un mélange complexe d'exigences en matière de réserves primaires et secondaires, de plafonds de taux d'intérêt, de limites quantitatives, de restrictions et d'interdits sévères, et d'interventions sur les marchés des changes, le tout accompagné — en dernier ressort — d'une bonne dose de persuasion morale. Toute tentative visant à décrire la conduite de la politique monétaire se transformait en un flux ahurissant de détails obscurs qui laissait l'auditoire perplexe ou — espérons-nous parfois — rempli d'admiration devant les alchimistes de l'économie qui pratiquaient cet art mystérieux.

Cette vision des choses a commencé à changer dans les années 1960, tout particulièrement après la tenue, en 1964, de la Commission royale d'enquête sur le système bancaire et financier, présidée par Dana Porter, juge en chef de l'Ontario. Les travaux de cette commission ont eu des répercussions sans précédent

et ont déclenché une transformation radicale du courant de pensée officiel.

L'analyse révolutionnaire de la Commission rejetait le recours au contrôle serré exercé sur le système financier. Les autorités canadiennes furent donc parmi les premières à comprendre que les réserves obligatoires et autres moyens de contrôle vont en fait à l'encontre du fonctionnement efficient du système financier. Par conséquent, l'État a retiré progressivement ces contrôles de ses lois et règlements régissant les institutions financières, et la Banque en a fait tout autant dans la mise en œuvre de la politique monétaire. Maintenant, la Banque annonce simplement son taux cible du financement à un jour, et le marché fait le reste. C'est une forme de contrôle virtuel, mais efficace, qui s'appuie sur la capacité de la banque centrale d'emprunter et de prêter des liquidités en quantités quasi infinies. Après des décennies de recherche et de tâtonnements, nous avons réduit la conduite de la politique monétaire à ses éléments essentiels. C'est peut-être là une sorte d'alchimie, après tout!

Maintenant, la Banque annonce simplement son taux cible du financement à un jour, et le marché fait le reste. C'est une forme de contrôle virtuel, mais efficace.

En toute logique, l'étape suivante consistait à rendre la conduite de la politique monétaire plus transparente et à amener la Banque à mieux rendre compte de ses actes à cet égard. Dans le passé, les activités de banque centrale étaient souvent entourées de mystère, à dessein, car on croyait que leur efficacité reposait sur l'effet de surprise. La gouvernance et l'obligation de rendre compte n'étaient pas considérées comme importantes. Les rapports et les communications se limitaient à la présentation d'un rapport annuel et de quelques allocutions publiques. Désormais, dans la foulée des travaux de John Chant — bien qu'avec un retard considérable —, la Banque a établi un paradigme clair et très transparent quant à la conduite de la politique monétaire et peut être tenue responsable des résultats qu'elle obtient. Des communications efficaces sont un élément primordial de cette transparence.

La politique monétaire et le taux de change flottant

Enfin, permettez-moi de dire quelques mots sur le rôle du taux de change dans la politique monétaire. Le Canada a adopté un taux de change flexible bien avant la plupart des autres pays, soit en 1950, puis en 1970. Même s'il permet au Canada de conserver une politique monétaire indépendante, un taux de change flottant ne peut à lui seul produire un « régime monétaire cohérent », ainsi que l'a fait remarquer David Laidler. Le cadre de conduite de la politique monétaire a toujours besoin d'un point d'ancrage nominal qui sert à orienter les décisions et les attentes.

Comme je l'ai mentionné un peu plus tôt, la Banque a cherché ce point d'ancrage tout au long des années 1970 et 1980. Cette recherche nous a menés à adopter un régime de cibles d'inflation en 1991, un choix qui a dépassé nos attentes les plus optimistes.

Regard sur l'avenir

Il ne faudrait pas croire pour autant que la politique monétaire n'a plus besoin d'être affinée. La Banque du Canada et d'autres banques centrales sont toujours à la recherche d'améliorations. Le cadre de poursuite de cibles d'inflation que la Banque et l'État ont mis en place il y a quatorze ans fonctionne bien. Étant donné qu'il faudra le renouveler en 2006, nous sommes en train d'évaluer les résultats obtenus et de voir comment on pourrait le perfectionner.

Le cadre de poursuite de cibles d'inflation que la Banque et l'État ont mis en place il y a quatorze ans fonctionne bien.

Comme dans le passé, nous mettons à profit les études réalisées par des chercheurs tant à l'extérieur qu'à l'intérieur de la Banque. Nos travaux reposent sur une longue et fructueuse tradition de modélisation et d'analyse. Je pense par exemple à des personnes telles que John Helliwell, qui a amené la Banque à explorer le nouveau domaine de la macromodélisation à la fin des années 1960 grâce à des projets comme RDX. Cette

recherche et ce réseautage externe se poursuivent, ce qui était manifeste lors du colloque « La poursuite de cibles d'inflation » que la Banque a tenu le mois dernier.

À mesure que nous avançons et que nous enrichissons la prestigieuse histoire de la Banque, il est toujours instructif de jeter un regard sur le passé. Des occasions exceptionnelles, comme ce 70^e anniversaire, nous donnent la chance de réfléchir à l'œuvre de nos prédécesseurs.

Je me réjouis à la perspective d'entendre les exposés de nos quatre distingués conférenciers — John Chant,

John Helliwell, David Laidler et Angela Redish —, qui ont tous été conseillers spéciaux à la Banque. Je les remercie de la contribution qu'ils ont apportée lorsqu'ils étaient à la Banque et des efforts constants qu'ils déploient pour faire progresser les connaissances sur la politique monétaire au Canada. Chacun prendra la parole pendant une quinzaine de minutes, après quoi je vous inviterai à poser vos questions ou à nous faire part de vos observations.

Soixante-dix ans d'activité : la Banque du Canada dans le contexte international (1935-2005)

Michael D. Bordo et Angela Redish*

- *S'il est vrai que l'expérience canadienne en matière de banque centrale possède ses spécificités, il n'en reste pas moins que les forces à l'œuvre à l'échelle mondiale ont influé sur l'évolution de l'inflation au pays au XX^e siècle.*
- *Le Canada s'est doté d'une banque centrale dans les années 1930 (relativement tard) en réponse aux turbulences économiques et surtout politiques de l'époque.*
- *Après la Deuxième Guerre mondiale, le Canada a fait figure de pionnier en optant pour un régime de changes flottants, et les succès remportés à cet égard ont encouragé l'adoption de taux flottants dans de nombreux pays.*
- *Le monétarisme a été l'une des premières armes utilisées pour lutter contre l'inflation engendrée par l'abandon du système de Bretton Woods durant les années 1970, mais son efficacité s'est révélée limitée.*
- *Depuis le début des années 1990, le rôle que jouent les « cibles d'inflation » dans le maintien d'un bas taux d'inflation est considéré comme crucial.*

* Michael Bordo enseigne à l'Université Rutgers et est associé de recherche au National Bureau of Economic Research. Angela Redish est professeure au département d'économie de l'Université de Colombie-Britannique. Le présent texte a été préparé en prévision d'un débat d'experts organisé en l'honneur des 70 ans de la Banque du Canada, dans le cadre de l'assemblée annuelle de l'Association canadienne d'économie qui s'est tenue en mai 2005 à Hamilton (Ontario). Les auteurs désirent remercier Robert Gateman, Donna Howard et les rédactrices de la Banque pour leurs commentaires.

Le 11 mars 1935, la Banque du Canada ouvre ses portes, alors que l'économie est en pleine tourmente. Des voix issues de tous les horizons politiques et économiques saluent sa création, et beaucoup croient que la nouvelle banque centrale réglera leurs problèmes. La Banque se montrera-t-elle à la hauteur? Que fera-t-elle exactement? Voilà un sujet bien trop vaste pour être traité en quinze minutes. Nous laisserons donc de côté d'importantes questions, tel le rôle de la Banque en matière de stabilité financière, d'émission des billets de banque et de gestion de la dette, afin de nous concentrer sur la conduite de la politique monétaire et, plus particulièrement, sur la contribution de la Banque sous un angle international. Nous passerons en revue les réalisations des banques centrales en général au cours des 70 dernières années et verrons dans quel domaine le Canada s'est démarqué.

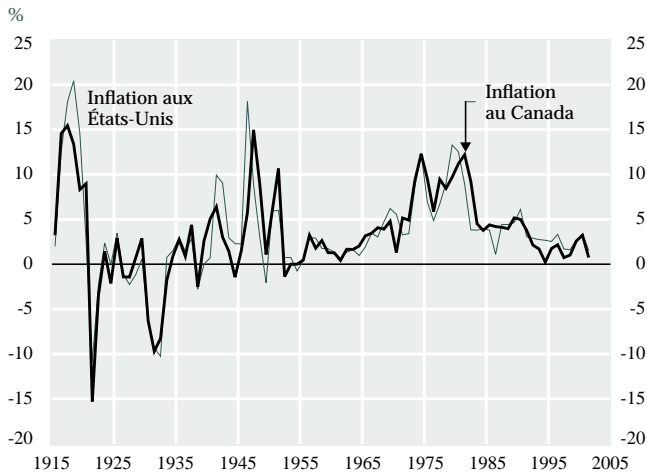
Au début du XX^e siècle, l'orthodoxie monétaire voulait qu'un pays « développé » définisse son unité monétaire par rapport à un poids d'or et confie à une banque centrale l'émission des billets et la protection de la valeur de la monnaie. Ces institutions furent mises à rude épreuve par la Première Guerre mondiale et tout spécialement par le fardeau des dettes et des réparations de guerre, mais le système fut plus ou moins rétabli au milieu des années 1920. Au début des années 1930, les ravages de la Grande Dépression forcèrent de nombreux pays à suspendre la convertibilité de leur monnaie en or. Cependant, cette mesure était en général perçue comme temporaire, et l'on s'attendait à retourner tôt ou tard à une certaine forme d'étalon-or.

Pendant la Deuxième Guerre mondiale (ce que Temin, 2002, et d'autres ont appelé le dernier épisode de la seconde guerre de Trente Ans), les parités des monnaies étaient fixées et les opérations de change étaient régies

Graphique 1

Soixante-dix ans d'inflation

(Taux de variation sur 12 mois de l'indice des prix à la consommation, données de décembre)



Source : Cansim I : États-Unis - D139105; Canada - P100298

— comme de nombreux autres prix et quantités — par des décrets gouvernementaux. À la fin de la guerre, les délégués de 44 pays réunis au célèbre hôtel de Bretton Woods, dans le New Hampshire, mirent au point un nouveau régime monétaire international et créèrent le Fonds monétaire international (FMI) et la Banque mondiale. Les restrictions aux paiements courants furent progressivement supprimées, et les monnaies redevinrent convertibles; les États-Unis, qui avaient en fait interdit la détention d'or par des particuliers, maintinrent la convertibilité-or du billet vert à sa parité traditionnelle, tandis que les autres pays préservèrent simplement la convertibilité de leur monnaie en dollars américains, créant ainsi une convertibilité indirecte en or. L'étalon-or qui avait fourni un point d'ancrage nominal au système monétaire des années 1880 à 1914 était rétabli, mais le lien était devenu plutôt élastique (Redish, 1993).

Le système de Bretton Woods prit officiellement fin en 1973, avec la suspension par les États-Unis de la convertibilité-or du dollar¹. La période de dix années qui suivit fut marquée par une forte inflation, qui atteignit un sommet d'environ 15 % (en rythme annualisé) au Canada et aux États-Unis à la fin de la décennie. Au début des années 1980, les autorités des deux pays menèrent des politiques de désinflation énergiques et, depuis les années 1990, l'inflation s'est

1. Les États-Unis suivaient une politique inflationniste qui n'était pas compatible avec le rôle de monnaie centrale de réserve que jouait le dollar. Voir Bordo (1993).

stabilisée aux alentours de 2 % dans la majorité des pays du G7.

Quel a été le rôle de la Banque du Canada tout au long de ces années? L'évolution de l'inflation au Canada n'est pas uniquement le fruit de facteurs qui lui sont propres, comme en témoigne le fait que les taux d'inflation ont été à peu près identiques au Canada et aux États-Unis (Graphique 1)². Il reste que la banque centrale du pays a pu tout de même jouer un rôle important. Peut-être est-elle parvenue à réduire au minimum les conséquences nuisibles de l'inflation et de la désinflation au sein de l'économie canadienne; ou peut-être a-t-elle montré aux autorités américaines la voie à suivre, ou été plus efficace qu'elles dans la mise en œuvre de sa politique. Encore une fois, nous n'avons pas la prétention d'épuiser le sujet. Nous ne traiterons ici que de la demi-douzaine de points sur lesquels le Canada, pour le meilleur ou pour le pire, n'était pas tout à fait en phase avec le reste du monde (qu'il ait été en retard ou, au contraire, en avance sur son temps) :

- création tardive de la banque centrale;
- flottement du taux de change à l'époque du système de Bretton Woods;
- monétarisme explicite au milieu des années 1970;
- adoption de cibles d'inflation au début des années 1990;
- mise en œuvre de la politique monétaire au moyen de mécanismes permanents d'octroi de liquidités et de dépôt au cours des années 1990.

L'établissement de la banque centrale

Les principaux pays occidentaux fonctionnant sous le régime de l'étalon-or (États-Unis, Royaume-Uni, etc.) avaient tous une banque centrale qui détenait le monopole de l'émission des billets et assumait, à des degrés divers, différentes fonctions, telles que celles de chambre de compensation, de prêteur de dernier ressort et de dépositaire central des réserves. Le point d'ancrage nominal constitué par l'étalon-or entravait toutefois gravement la conduite de leur politique monétaire.

Le Canada avait aussi adopté l'étalon-or, mais il n'avait pas de banque centrale. Les billets étaient

2. Les données américaines sont utilisées parce qu'elles sont faciles d'accès; un graphique plus complet comprendrait les taux d'inflation de tous les pays membres du G7, mais le tableau brossé serait sensiblement le même.

émis par des banques privées concurrentes et étaient convertibles en or sur demande, à l'instar des billets de banque centrale³. Le gouvernement émettait des petites coupures (5 \$ maximum), dont le nombre était limité par la loi et qui représentaient quelque 20 % de l'encours des billets, ainsi que de gros billets interbanques⁴. Ces deux types de billets avaient cours légal et étaient convertibles en or sur demande. Le gouvernement pouvait aussi prêter des billets du Dominion aux banques par le guichet de l'escompte. L'Association des banquiers canadiens (ABC), qui regroupait les banques commerciales, s'occupait de la chambre de compensation. Bien qu'il y ait eu plusieurs tentatives d'établissement d'une banque centrale à diverses périodes de l'histoire du Canada, le système semblait fonctionner relativement bien. Alors, pourquoi avoir créé une banque centrale en 1934?

Comme nous l'avons expliqué dans une étude antérieure (Bordo et Redish, 1987), le principal motif était d'ordre politique. Différents groupes étaient favorables à l'instauration d'une banque centrale : les populistes de l'Ouest voulaient retirer le pouvoir de créer de l'argent des mains cupides des banques de l'Est, qui ne cherchaient qu'à maximiser leurs bénéfices; d'autres croyaient qu'une banque centrale permettrait d'arracher des mains avides du gouvernement le pouvoir de création monétaire. Les économistes des milieux universitaires faisaient quant à eux valoir qu'une banque centrale « gèrerait la monnaie et le crédit pour le plus grand profit de l'économie canadienne » et conseillerait l'État de façon impartiale, tout en favorisant une coopération internationale plus intense et une meilleure coordination des politiques (McIvor, 1958, p. 144).

Ironiquement, l'un des plus solides arguments avancés jusque-là en faveur du projet — à savoir que la banque centrale peut jouer au besoin le rôle de prêteur de dernier ressort — fut considérablement ébranlé lorsque un tiers des banques américaines firent faillite au début des années 1930, contre aucune au Canada⁵. L'ABC y puisa des raisons de s'opposer à l'institution d'une banque centrale, alléguant que l'émission de billets par les banques privées introduisait une élasticité

dans l'offre de monnaie qui permettait au système canadien de très bien encaisser les chocs.

La création de la Banque du Canada traduisait donc une volonté politique de la part du gouvernement d'agir à un moment où le pays traversait la pire récession de son histoire.

En définitive, le facteur décisif fut peut-être la « fierté nationale ». Les années 1930 furent en effet marquées par une forte volonté d'affirmation nationale et virent la naissance des Lignes aériennes Trans-Canada (prédécesseur d'Air Canada), la fondation de CBC/Radio-Canada et l'adoption du Statut de Westminster. Lors de deux grandes conférences visant à remettre sur pied le système financier international (la Conférence financière internationale tenue à Bruxelles en 1931 et la Conférence économique mondiale en 1933), les principales puissances demandèrent à tous les pays développés d'établir une banque centrale afin de faciliter la coordination internationale. Enfin, le premier ministre Bennett, dans un discours prononcé en 1933, déclara qu'il avait, dès décembre 1931, décidé de créer une banque centrale [traduction] :

J'ai été étonné d'apprendre qu'il n'existait aucun moyen direct de régler les soldes des balances de paiements entre le Canada et Londres, que le seul intermédiaire était New York et que la valeur du dollar canadien serait déterminée à Wall Street. C'est alors que j'ai décidé que notre pays aurait une banque centrale [...] (Stokes, 1939, p. 65).

La création de la Banque du Canada traduisait donc une volonté politique de la part du gouvernement d'agir à un moment où le pays traversait la pire récession de son histoire. La Banque s'attendait à ce que l'étalon-or soit rétabli, probablement dans le contexte d'une meilleure coordination internationale⁶.

3. Plus précisément, ils étaient convertis en pièces ou billets ayant cours légal, notamment en pièces d'or et en billets du Dominion (voir ci-après).

4. Il s'agissait de billets du Dominion en grosses coupures qui n'avaient cours légal qu'entre les banques. Ils étaient par conséquent « à l'abri du vol » et supérieurs à l'or en tant que réserves. Les données se rapportent à l'année 1913 (McIvor, 1958, p. 67).

5. Nous prenons note de l'argument de Kryzanowski et Roberts (1993) selon lequel il n'est pas clair que cela était attribuable à la santé financière des institutions ou à l'absence d'intervention des autorités.

6. La *Loi sur la Banque du Canada* exigeait que les billets soient convertibles en or sur demande et prévoyait aussi que le gouvernement pouvait suspendre la convertibilité à son gré, disposition dont celui-ci se prévalut immédiatement.

Une monnaie flottante parmi une multitude de taux de change fixes

Le Canada avait contribué avec enthousiasme à la rédaction des Statuts du FMI. Aux yeux des représentants canadiens, le pays bénéficierait indubitablement de la mise en place d'un régime stable de taux de change après la Deuxième Guerre mondiale, plutôt que d'un retour au système plus ou moins chaotique de la fin des années 1930, dans lequel certaines monnaies n'étaient pas convertibles et les paiements étaient compensés bilatéralement plutôt que multilatéralement.

Le cours du dollar canadien avait été fixé par rapport au dollar américain durant la guerre, et, en juillet 1946, la parité entre les deux monnaies fut rétablie (Graphique 2). Prenant exemple sur la Grande-Bretagne et un certain nombre d'autres pays, le Canada dévalua sa monnaie par rapport au billet vert à la fin de 1949 et en ramena le cours à 90 cents américains (le taux en vigueur pendant la guerre). Mais, en 1950, les fortes entrées de capitaux attirés par les possibilités d'investissement dans le secteur des ressources — lesquelles s'accéléchèrent encore avec l'éclatement de la guerre de Corée — provoquèrent un gonflement important des réserves de change internationales. On se mit dès lors à anticiper une réévaluation du dollar canadien, ce qui suscita un afflux de capitaux à court terme. En octobre 1950, le gouvernement décida de laisser flotter le dollar. En 1952, le ministre des Finances

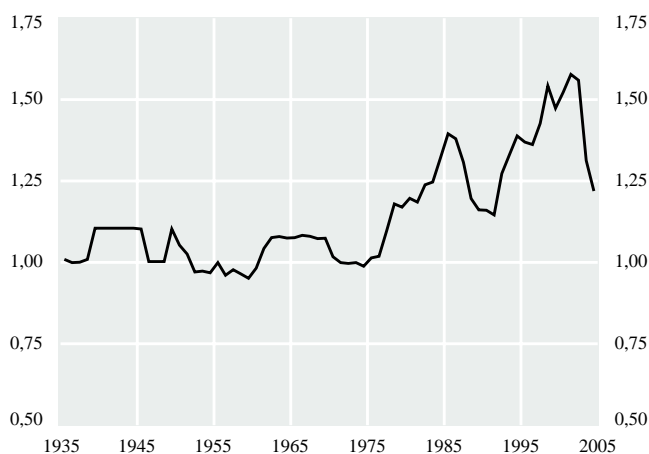
commenta la décision en ces termes [traduction] : « Il était impossible d'établir avec un degré d'assurance raisonnable à quel niveau le nouveau taux fixe devrait se situer pour avoir des chances de se maintenir. Nous n'avions pas d'autre choix que de laisser flotter le dollar afin qu'il trouve son propre niveau sur le marché [...] » (cité par Wonnacott, 1960, p. 58).

La décision de laisser flotter la monnaie en l'absence d'urgence budgétaire ou de crise financière était peut-être sans précédent. Le gouvernement soutint — à tout le moins pour apaiser les préoccupations du FMI — que ce flottement constituait un mécanisme d'ajustement provisoire et ne signifiait pas l'adoption permanente d'une monnaie fiduciaire inconvertible.

L'expérience canadienne montrait bien que l'adoption de taux flottants n'entraînerait pas fatalement les dévaluations compétitives ni le chaos monétaire des années 1930. La spéculation aurait plutôt des effets stabilisateurs que déstabilisateurs.

Graphique 2

Prix du dollar É.-U. en dollars canadiens



Source : À partir de 1950, Cansim II : cours du comptant à midi - V37426 (données de décembre). Avant 1950, *Bulletin statistique* de la Banque du Canada, diverses années.

Au grand étonnement de certains, le flottement lui-même fut assez peu mouvementé, du moins pendant la première décennie. Le dollar canadien s'apprécia, et, au milieu de l'année 1952, son taux de change s'établissait à 1,04 \$ É.-U. Il se maintint à l'intérieur d'une fourchette de 1 à 1,05 \$ É.-U. tout au long des années 1950, avant de tomber bien au-dessous de la parité lorsqu'éclata l'affaire Coyne en 1961. Au cours de cet épisode troublant de l'histoire de la monnaie canadienne, le ministre des Finances exigea le départ de James Coyne, gouverneur de la Banque depuis 1955. Coyne refusa dans un premier temps, mais donna sa démission six semaines plus tard, après qu'un projet de loi déclarant la vacance du poste de gouverneur eut été défait au Sénat. La stabilité de la monnaie dans les années 1950 devint une donnée clé dans le débat qui opposa les défenseurs des taux de change fixes aux partisans des taux flottants à la fin des années 1960 et au début des années 1970. D'après les seconds, l'expérience canadienne montrait bien que l'adoption de taux flottants n'entraînerait pas fatalement les dévaluations compétitives ni le chaos monétaire des

années 1930. La spéculation aurait plutôt des effets stabilisateurs que déstabilisateurs.

Qu'il nous soit permis, avec le recul, d'ajouter deux choses : le Canada était une petite économie ouverte, et il évoluait dans un monde plus vaste qui avait maintenu son point d'ancrage nominal. La première partie de cette affirmation ne surprendra personne. En 1935, Lionel Robbins écrivait : « Même s'il est tout à fait possible, et pas nécessairement néfaste pour le reste du monde, que de petits pays fassent cavalier seul et essaient de résoudre leurs problèmes locaux par de tels expédients [c.-à-d. en laissant flotter leur monnaie], leur adoption généralisée sur les grandes places financières ne peut déboucher que sur la confusion et l'instabilité perpétuelles [...] » (propos cités par Wonnacott, 1960, p. 21). Sans forcément être d'accord avec la deuxième partie de la conclusion de Robbins, nous pouvons noter que ce qui fonctionne pour une petite économie ouverte peut ne pas convenir à un système mondial.

Si l'on veut pousser plus loin cet argument, il est essentiel de remettre l'expérience canadienne dans son contexte. Nous savons maintenant que l'existence d'un point d'ancrage nominal constitue un élément crucial de la réussite d'un régime monétaire. Toutefois, comme l'expérience canadienne s'était déroulée dans un monde où les monnaies dominantes étaient rattachées à l'or (quoique assez lâchement) et que le Canada avait insisté sur la nature provisoire de celle-ci, on n'avait rien pu en conclure sur la nécessité de disposer d'un point d'ancrage nominal. Par conséquent, lorsque les régimes de changes flottants se sont répandus dans les années 1970, il a fallu du temps pour que s'instaure la stabilité monétaire.

Le monétarisme

Durant les années 1970 — la décennie de la « grande inflation » —, le Canada connut des taux d'inflation sans précédent, à l'instar de nombreux autres pays tels que le Royaume-Uni et les États-Unis. Encore aujourd'hui, les causes et les sources de cette inflation font l'objet de discussions animées : on fait porter le blâme tantôt aux chocs pétroliers, tantôt à la piètre qualité des données ou des modèles économiques. En 1975, l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) canadien ayant atteint 14 %, les autorités canadiennes décidèrent de passer à l'action. Le gouvernement mit en place un régime de contrôle des prix et des salaires, et la Banque adopta une politique anti-inflationniste de type monétariste. Dans

sa forme la plus pure, le monétarisme est associé à la règle de croissance monétaire à taux constant proposée par Friedman (1960). Ce dernier soutenait qu'en raison des longs délais nécessaires à l'élaboration des politiques, de l'imperfection des données mises à la disposition des décideurs et des tentations opportunistes auxquelles ceux-ci sont soumis, les pays devraient adopter un amendement constitutionnel exigeant qu'un agrégat monétaire déterminé croisse à un taux annuel fixe (qui pourrait, par exemple, avoisiner les 5 %⁷).

La fin du système de Bretton Woods obligea de nombreux pays à rechercher un point d'ancrage nominal, une cible claire pour la politique monétaire. À mesure que l'inflation augmentait, un grand nombre d'entre eux optèrent donc pour une variante de la solution monétariste. La Bundesbank prit pour cible les réserves, et la Banque d'Angleterre, l'agrégat M3 sterling. En 1978, la Banque du Japon se mit à annoncer ses prévisions de croissance pour M2 (Bernanke et Mishkin, 1992). Aux États-Unis, la Réserve fédérale dévoila des cibles pour trois agrégats monétaires, mais elle semblait plus intéressée à suivre leur évolution qu'à viser une croissance précise. Bernanke et Mishkin affirment que la politique de la Réserve fédérale était peu liée par les cibles monétaires avant que Volcker ne relance publiquement la lutte contre l'inflation en octobre 1979⁸. La Banque du Canada adopta une approche gradualiste : elle commença par fixer une fourchette de croissance cible de 10-15 % pour M1, qu'elle ramena par la suite à 8-12 %, puis à 4-8 %. La Banque adhérait beaucoup plus aux principes monétaristes que la Réserve fédérale, du moins dans les années 1970⁹.

Mais l'expérience monétariste échoua. Après avoir marqué une pause — favorisée sans aucun doute par le régime de contrôle des prix et des salaires —, l'inflation franchit de nouveau la barre des 10 %, même si le taux de croissance de M1 est demeuré inférieur aux taux visés pendant la majeure partie de la période de 1975 à 1980. La raison en est simple : le maintien de taux d'intérêt nominaux très élevés, qui

7. Si la croissance réelle de l'économie est de 3 % par année et que la vitesse de circulation diminue de 2 % annuellement, ce taux permettrait d'atteindre la stabilité des prix.

8. Paul Volcker est devenu président de la Réserve fédérale des États-Unis en août 1979.

9. Bernanke et Mishkin concluent cependant que le caractère plutôt improvisé des annonces concernant les nouvelles cibles et leurs périodes de base trahissait l'absence d'un engagement véritable.

reflétaient les attentes d'inflation, et la progression des capacités de calcul entraînaient une forte chute de la demande de dépôts à vue¹⁰. Les ménages délaissèrent de plus en plus ces derniers au profit des comptes de chèques à intérêt quotidien (pour lesquels les banques étaient autorisées légalement à exiger un préavis de retrait et qui ne constituaient donc pas des dépôts à vue), alors que les entreprises optèrent pour des comptes à nivelage quotidien afin de réduire leurs soldes journaliers¹¹.

En novembre 1982, arguant que « les cibles l'avaient abandonnée », la Banque cessa de viser explicitement M1. Pourtant, le Graphique 1 montre qu'en 1983, l'inflation était, sinon vaincue, du moins maîtrisée. Comment est-on venu à bout de la grande inflation des années 1970? La cible monétaire n'a pas été remplacée, et aucun nouveau paradigme ne fera son apparition avant l'instauration des cibles d'inflation, au début des années 1990. On s'accorde généralement à dire que la Banque du Canada a tiré profit des politiques anti-inflationnistes des États-Unis en adoptant une cible de taux de change implicite : à mesure que les autorités américaines augmentaient les taux d'intérêt et que le billet vert s'appréciait, les autorités canadiennes leur emboîtaient le pas et haussaient le loyer de l'argent. Résultat, le taux réel de croissance de M2 est tombé sous zéro, le produit intérieur brut (PIB) réel a diminué de 4 % et l'inflation est passée de 12,5 % en 1981 à 5,8 % en 1983.

Les cibles d'inflation

En février 1991, le ministre des Finances et la Banque du Canada ont annoncé conjointement l'établissement d'une cible définie en fonction du taux d'augmentation de l'IPC¹². À cette époque, l'inflation avoisinait 6 %, et l'objectif de la Banque était de la ramener à 3 % pour la fin de 1992, puis de la réduire graduellement à 2 % avant la fin de 1995. La poursuite de cibles d'inflation a donné de très bons résultats dans l'ensemble. Alors qu'au cours des décennies antérieures, la politique

monétaire avait été l'objet de controverses et donné lieu à de vifs débats dans la littérature, elle bénéficia de nos jours d'un large soutien dans la population canadienne (à moins qu'il ne s'agisse d'indifférence).

Ironiquement, c'est le gouverneur Gerald Bouey qui, en 1982, avait évoqué « la recherche d'un point d'ancrage », et c'est précisément ce que représentent les cibles d'inflation. Mais rappelons d'abord ce qu'elles ne sont pas. Ces cibles ne sont pas nécessaires pour faire reculer l'inflation, ni même pour la stabiliser. Comme nous l'avons déjà dit, les États-Unis ont connu des taux d'inflation similaires aux nôtres sans avoir eu besoin d'adopter de cibles d'inflation explicites. Les autorités n'ont pas eu recours non plus à des cibles pour juguler la grande inflation des années 1970, qui nécessita pourtant une action encore plus énergique de leur part. En outre, rien n'indique que l'établissement de cibles ait rendu la réduction de l'inflation moins coûteuse sur le plan de l'emploi (Laidler et Robson, 1993, p. 137). Soulignons enfin, ainsi que la Banque l'a fait à maintes reprises, que la poursuite de cibles d'inflation n'est pas incompatible avec le souci de préserver l'emploi (auquel fait allusion la *Loi sur la Banque du Canada*).

En quoi consiste la poursuite de cibles d'inflation? Dans notre pays, celles-ci traduisent l'engagement explicite de la Banque du Canada à orienter sa politique monétaire de manière à obtenir un taux d'accroissement précis de l'IPC, qui est actuellement de 2 %. Au nombre des outils que la Banque utilise pour tenter d'atteindre cet objectif, citons a) un modèle de projection visant à déterminer le taux du financement à un jour compatible avec le maintien du taux d'inflation à 2 % à l'horizon de huit trimestres (afin d'établir à ce niveau le taux cible du financement à un jour)¹³; b) une stratégie de communication. Entre 1994 et 2000, le degré de transparence de la politique monétaire a radicalement changé. Qu'il suffise de rappeler qu'en 1994, les agents économiques n'avaient aucun moyen de savoir si la banque centrale avait modifié l'orientation de sa politique monétaire, car elle n'en soufflait pas mot. Laidler et Robson (1993, p. 77), par exemple, suggéraient aux observateurs de la Banque de surveiller l'écart entre le taux du financement à un jour et les rendements de titres du marché monétaire tels que les bons du Trésor pour avoir une idée de l'orientation de la politique monétaire. La Banque ne faisait aucune annonce, ni ne publiait de *Rapport sur la politique*

10. Freedman (1983, p. 103) fait remarquer que, contrairement à ce qui s'est passé aux États-Unis, la déréglementation n'a eu d'effet ni sur l'évolution du secteur des ménages ni sur celle du secteur des entreprises. Voir aussi Courchene (1983, p. 37-51).

11. Les coefficients de réserves obligatoires différents (3 % pour les dépôts à préavis, 10 % pour les dépôts à vue) ont sans aucun doute représenté un facteur dans l'élaboration de la stratégie des banques. Voir Courchene (1983, p. 44).

12. La Banque du Canada n'était pas la première banque centrale à se doter de cibles en matière d'inflation. La Banque de réserve de la Nouvelle-Zélande l'avait précédée en mars 1990.

13. Dans le langage de Courchene (1976), l'instrument d'intervention des autorités monétaires est le taux du financement à un jour et la cible intermédiaire est le taux d'inflation prévu.

monétaire; le marché découvrait qu'elle avait modifié sa politique monétaire lorsque le taux auquel elle intervenait était différent de celui en vigueur la veille au matin.

Au début du siècle dernier, l'étalon-or servait de point d'ancrage nominal au système monétaire. Mais ce point d'ancrage pouvait [. . .] fluctuer de façon arbitraire et imposait de réels coûts sur le plan des ressources. La monnaie fiduciaire permet d'éviter ces inconvénients.

Sommes-nous revenus à la case départ? Avons-nous uniquement changé de point d'ancrage? Au début du siècle dernier, l'étalon-or servait de point d'ancrage nominal au système monétaire. Les banques centrales étaient perçues comme de simples exécutants au service de l'étalon-or, qui avait l'avantage de faciliter les ajustements nécessaires et la coopération internationale. Il existe une grande similitude entre les deux approches — les cibles d'inflation aident à se faire une représentation claire et compréhensible du régime monétaire —, mais l'analogie comporte ses limites.

- L'étalon-or était le fruit d'une évolution de plusieurs siècles, et c'est là-dessus que se fondait sa crédibilité.
- L'étalon-or était, dans une large mesure, un système automatique; les cibles d'inflation nécessitent une plus grande habileté.
- L'étalon-or s'apparentait davantage à une cible de niveau des prix qu'à une cible d'inflation, puisqu'il n'intégrait pas de dérive.
- Mais surtout, l'étalon-or était un point d'ancrage qui pouvait fluctuer de façon arbitraire (au gré des découvertes d'or ou des modifications de la demande et de l'offre du métal précieux) et qui imposait de réels coûts sur le plan des ressources; la monnaie fiduciaire permet d'éviter ces inconvénients.

Mise en œuvre de la politique monétaire au moyen de mécanismes permanents d'octroi de liquidités et de dépôt

Les mécanismes de mise en œuvre de la politique monétaire ont évolué graduellement au fil des décennies, mais les modifications qui leur ont été apportées dans les années 1990 méritent d'être soulignées. Ce sont notamment :

- l'élimination progressive des réserves obligatoires (de 1992 à 1994)¹⁴;
- le passage de l'utilisation du taux des bons du Trésor à trois mois à la fixation d'une fourchette de 50 points de base pour le taux à un jour (milieu de 1994). La Banque maintient ce dernier à l'intérieur de la fourchette visée en faisant varier le montant des dépôts du gouvernement et en procédant à des opérations d'open market dans le but de modifier l'offre de soldes de règlement;
- la parution du premier numéro du *Rapport sur la politique monétaire* (mai 1995);
- le rattachement du taux officiel d'escompte à la limite supérieure de la fourchette visée pour le taux à un jour (plutôt qu'au taux des bons du Trésor) et l'émission de communiqués annonçant les changements apportés à la cible (février 1996);
- le lancement du Système de transfert de paiements de grande valeur (STPGV) en février 1999 (voir ci-dessous);
- l'instauration de dates préétablies pour l'annonce des décisions concernant la politique monétaire (décembre 2000).

Au cours des années 1990, la majorité des grandes économies sont passées d'un système à règlement net différé à un système à règlement brut en temps réel, afin surtout de garantir aux gros paiements une finalité en temps réel et de réduire le risque systémique. Au Canada, le STPGV est entré en service en 1999, et c'est également à ce moment que la Banque a commencé à verser des intérêts sur les soldes de règlement. Les

14. Cette modification — la réduction jusqu'à zéro du coefficient des réserves obligatoires — était moins radicale qu'elle peut le sembler. Vers le milieu des années 1990, le niveau élevé de la demande de billets pour l'approvisionnement des guichets automatiques (lesquels billets auraient pu également servir à respecter les exigences en matière de réserves obligatoires), conjugué à la stagnation de la demande de dépôts à vue, aurait rendu le coefficient en question très peu contraignant.

adhérents (principalement les grandes banques et les institutions parabancaires) opèrent maintenant dans un cadre où la Banque assure a) une offre infiniment élastique de soldes de règlement (garantis) au taux d'escompte (établi à 25 points de base au-dessus du taux cible du financement à un jour) et b) une demande infiniment élastique de dépôts rémunérés au taux cible du financement à un jour diminué de 25 points de base. L'écart entre les taux appliqués, qui est très supérieur à l'écart d'environ 10 à 12 points de base observé entre les cours acheteur et vendeur sur le marché des fonds à un jour, est assez large pour encourager les participants à recourir au marché plutôt qu'à l'un des deux mécanismes mis sur pied par la Banque¹⁵.

L'élimination des réserves obligatoires, l'implantation du STPGV et la mise en place de mécanismes permanents applicables aux découverts et aux dépôts ont eu pour effet de simplifier l'application de la politique monétaire. Le taux du financement à un jour demeure très près de la cible, beaucoup plus près qu'aux États-Unis, par exemple (Woodford, 2000). De plus, la taxe découlant de l'imposition de réserves obligatoires — partant la distorsion qu'elle introduisait entre les banques et les institutions parabancaires et entre les dépôts à vue et les dépôts à préavis tenus dans un même établissement — a été supprimée.

Conclusion

Fondée il y a un peu plus de 70 ans, la Banque du Canada a été témoin de métamorphoses profondes dans l'économie canadienne, la structure de la finance internationale et la nature de la monnaie. L'évolution de son bilan entre mars 1935 et mars 2005 (voir le Tableau 1) met en lumière certains de ces changements : l'absence d'or du côté de l'actif et, du côté du passif, l'absence de réserves bancaires — ou de leur équivalent de nos jours, les dépôts des membres de l'Association canadienne des paiements¹⁶. Néanmoins, comme nous l'avons mentionné précédemment, on observe aussi une continuité remarquable dans la mission de la Banque.

15. Un jour normal, le taux moyen du financement à un jour est très proche du taux visé, et le recours à ces deux mécanismes est limité.

16. Ces dépôts n'atteignaient pas un milliard de dollars en 2005.

La situation monétaire actuelle compte peut-être parmi les plus calmes que la Banque ait connues. Toutefois, celle-ci ne doit pas relâcher sa vigilance. Au cours de son histoire, la Banque a été confrontée tant à des crises aiguës qu'à des processus évolutifs plus lents. Il y a cent ans, en 1905, l'étalon-or fonctionnait bien, et l'économie canadienne affichait une croissance robuste. Pourtant, la crise financière de 1907 et le cataclysme de 1914 n'étaient pas loin. Il est difficile évidemment de prévoir d'où viendront exactement les menaces à la stabilité du système monétaire, mais l'on ne peut douter qu'il en surviendra.

Il est difficile évidemment de prévoir d'où viendront exactement les menaces à la stabilité du système monétaire, mais l'on ne peut douter qu'il en surviendra.

Entre-temps, le contexte dans lequel la Banque exerce ses activités continuera de se modifier, et les forces qui ont façonné jusqu'ici l'évolution des banques centrales, telles que la mondialisation, le changement technologique et les mutations de la nature de l'État, détermineront dans une large mesure le visage que la Banque aura dans 70 ans.

Tableau 1
Bilan de la Banque du Canada

	Mars 1935 En millions \$	Mars 2005 En milliards \$
Actif		
Or	106	
Titres d'État	152	42,9
Autres éléments d'actif	11	0,9
Total	269	43,8
Passif		
Billets en circulation	45	
Billets dans les banques	51	
Dépôts bancaires	149	
Billets (dont 3 milliards de dollars dans les banques)		41,7
Dépôts du gouvernement		1,4
Autres éléments de passif	24	0,7
Total	269	43,8

Nota : L'actif de la Banque du Canada représentait 6 % du produit intérieur brut en 1935 et 3 % en 2004.

Sources : *Bulletin statistique* et site Web de la Banque du Canada

Ouvrages et articles cités

- Bernanke, B., et F. Mishkin (1992). « Central Bank Behaviour and the Strategy of Monetary Policy: Observations from Six Industrialized Countries ». In : *NBER Macroeconomics Annual 1992*, sous la direction de O. J. Blanchard et S. Fischer, Cambridge (Massachusetts), MIT Press.
- Bordo, M. (1993). « The Bretton Woods International Monetary System: A Historical Overview ». In : *A Retrospective on the Bretton Woods System; Lessons from International Monetary Reform*, sous la direction de M. Bordo et B. Eichengreen, Chicago, University of Chicago Press.
- Bordo, M., et A. Redish (1987). « Why Did the Bank of Canada Emerge in 1935? », *Journal of Economic History*, vol. 47, n° 2, p. 405–417.
- Bouey, G. (1982). « Politique monétaire — À la recherche d'un point d'ancrage », *Revue de la Banque du Canada* (septembre), p. 3–17.
- Courchene, T. (1976). *Money, Inflation and the Bank of Canada: An Analysis of Canadian Monetary Policy from 1970 to Early 1975*, Montréal, Institut de recherche C.D. Howe.
- (1983). *No Place to Stand? Abandoning Monetary Targets: An Evaluation*, Toronto, Institut C.D. Howe.
- Freedman, C. (1983). « Financial Innovation in Canada: Causes and Consequences », *American Economic Review*, vol. 73, n° 2, p. 101–106.
- Friedman, M. (1960). *A Program for Monetary Stability*, New York, Fordham University Press.
- Kryzanowski, L., et G. Roberts (1993). « Canadian Bank Solvency, 1922–1940 », *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 25, n° 3, p. 361–376.
- Laidler, D., et W. Robson (1993). *The Great Canadian Disinflation: The Economics and Politics of Monetary Policy in Canada, 1988–93*, Toronto, Institut C.D. Howe.
- McIvor, R. (1958). *Canadian Monetary, Banking, and Fiscal Development*, Toronto, Macmillan.
- Redish, A. (1993). « Anchors Aweigh: The Transition from Commodity Money to Fiat Money in Western Economies », *Revue canadienne d'économique*, vol. 26, n° 4, p. 777–795.
- Stokes, M. (1939). *The Bank of Canada: The Development and Present Position of Central Banking in Canada*, Toronto, Macmillan.
- Temin, P. (2002). « The Golden Age of European Growth Reconsidered », *European Review of Economic History*, vol. 6, n° 1, p. 3–22.
- Wonnacott, P. (1960). *The Canadian Dollar, 1948–1958*, Toronto, University of Toronto Press.
- Woodford, M. (2000). « Monetary Policy in a World without Money », *International Finance*, vol. 3, n° 2, p. 229–260.

Le régime de banque libre et la Banque du Canada

David Laidler*

- *La Banque du Canada est entrée tardivement dans l'histoire du pays et a livré des résultats inégaux dans les années d'après-guerre. La haute estime dont elle jouit aujourd'hui est essentiellement le résultat des politiques qu'elle mène depuis 1990.*
- *La nécessité même d'une banque centrale a souvent été mise en doute. Un régime de banque libre, affirme-t-on parfois, assurerait la stabilité des prix non parce qu'une autorité en aurait décidé ainsi, mais parce que l'intérêt propre des banques commerciales concurrentes qui constitueraient ce régime les inciterait à tendre vers ce résultat.*
- *Un régime de banque libre garantirait probablement la stabilité de la valeur de ses passifs par un quelconque système d'étalon-marchandise (celui de l'étalon-or, par exemple), mais son caractère concurrentiel serait limité par les tendances à la centralisation des réserves, inhérentes à l'activité bancaire. Dans les années 1950, le régime de banque centrale était devenu la norme, et il était généralement admis que la politique monétaire devait aider l'État à poursuivre les objectifs fixés par l'électorat.*
- *À l'origine, la Banque du Canada s'est vu confier le double mandat de veiller à la stabilité de la valeur externe de la monnaie et d'apporter une certaine stabilité à l'économie intérieure. Les questions qu'on avait négligé de clarifier au sujet du contenu de la politique monétaire et du partage des responsabilités entre le gouvernement et la Banque ont pris une acuité particulière avec l'affaire Coyne, en 1961. Ces événements allaient donner lieu à l'instauration de la doctrine de la double responsabilité, qui protège la Banque contre un asservissement complet au gouvernement.*
- *Si le régime de banque centrale du Canada en est venu à s'apparenter au régime de banque libre sous certains aspects, des différences fondamentales subsistent néanmoins entre les deux modèles. La principale d'entre elles est que le comportement ordonné des prix est assuré par les cibles d'inflation dans le premier cas, plutôt que par une garantie de convertibilité dans le second.*

La fondation de la Banque du Canada

Il est facile de croire que l'existence de la Banque du Canada va de soi. Dans son excellent site Web, l'institution se présente comme la banque centrale du pays, une entité dont, semble-t-il aujourd'hui, aucun pays qui se respecte ne saurait être dépourvu. Et pourtant, certains faits laissent perplexe.

Tout d'abord, en cette année qui marque les 70 ans de la Banque, n'est-il pas étonnant de constater que le Canada a près de deux fois cet âge? De toute évidence, le pays a pu se passer d'une banque centrale pendant de longues années. Il est d'ailleurs intéressant de rappeler que les représentants du secteur bancaire canadien qui siégeaient à la Commission Macmillan, celle-là même qui a présidé à la naissance de la Banque, auraient préféré que l'institution ne voie pas le jour. Qui plus est, d'éminents spécialistes comme Herbert Grubel (1999) ou Tom Courchene et Richard Harris (1999) ont laissé entendre, il n'y a pas si longtemps, qu'il vaudrait peut-être la peine de tenter de nouveau l'expérience d'un Canada sans banque centrale; le débat qu'ils ont soulevé ne semble pas près de se terminer.

En 1935, la jeune Banque du Canada a hérité de nombreux gènes d'une vieille dame bien connue de Threadneedle Street. Bien avant, Walter Bagehot (1873) avait déclaré que le rôle de la Banque d'Angleterre au sein du système monétaire britannique avait été

* Texte d'un exposé donné lors d'une conférence sur le 70^e anniversaire de fondation de la Banque du Canada, dans le cadre de la réunion annuelle de l'Association canadienne d'économique qui s'est tenue à l'Université McMaster en mai 2005. David Laidler est chargé de recherche invité à l'Institut C. D. Howe et professeur émérite à l'Université Western Ontario.

modélé par la conjoncture politico-économique de ce pays. À ses yeux, le régime britannique se comparait défavorablement à celui, davantage naturel, qu'il croyait être en place aux États-Unis, autre pays qui, apparemment, s'était longtemps accommodé de l'absence d'une banque centrale (du moins jusqu'en 1913). Il faut ajouter que l'histoire monétaire du XX^e siècle à l'ère des banques centrales est loin d'être reluisante. Certes, la Banque du Canada ne saurait être accusée d'avoir contribué à la dépression des années 1930, mais certaines de ses homologues de l'étranger, notamment la Réserve fédérale, l'ont été, et ce, d'une façon assez plausible. Il n'en demeure pas moins que la Banque a assurément une part de responsabilité dans la période d'inflation élevée qui a sévi de la fin des années 1960 jusque vers 1990 au pays. La haute estime généralisée, mais non universelle, dont elle jouit aujourd'hui est essentiellement le résultat des politiques qu'elle mène depuis 1990.

En somme, la Banque du Canada est entrée tardivement dans l'histoire du pays, sa naissance a été mal reçue dans certains milieux bien informés, elle n'a commencé à se montrer à la hauteur des attentes que tout récemment et, encore aujourd'hui, elle fait l'objet de critiques. Bagehot avait peut-être raison. Peut-être est-il possible de vivre confortablement sans banque centrale; peut-être le modèle de la Banque d'Angleterre est-il difficilement exportable; et peut-être les systèmes monétaires, dont celui du Canada, auraient-ils été plus efficaces si on les avait laissés se développer selon le profil que Bagehot considérait comme naturel.

Le régime de banque libre

Le système bancaire « naturel », au sens où l'entendait Bagehot, se composait d'un grand nombre de banques commerciales concurrentes de taille comparable, chacune détenant ses propres réserves d'or et émettant ses propres billets et dépôts. Cette conception, faut-il le préciser, n'était pas propre à Bagehot¹. Ainsi que le souligne Lawrence White (1984), il en avait été question dans les débats sur la configuration du système monétaire qui ont animé l'Angleterre du début du XIX^e siècle, et l'idée a même survécu en partie à Bagehot (voir, par exemple, Smith, 1936). Il s'agissait

1. Au XIX^e siècle, le terme « régime de banque libre » désignait un système où il n'était pas obligatoire d'obtenir une charte pour créer une banque, à condition de respecter certaines lois de portée générale. De nos jours, le terme s'entend d'un système bancaire concurrentiel dépourvu de banque centrale. George Selgin et Lawrence White (1994) proposent un excellent tour d'horizon de la littérature moderne sur le sujet.

toutefois d'un point de vue peu répandu. Selon le courant de pensée dominant de l'économie monétaire de l'époque et des années qui ont suivi, la concurrence bancaire non réglementée ouvrait la voie à l'inflation, et il fallait absolument qu'un organisme central restreigne la création de monnaie, puisque les mécanismes du marché en étaient incapables par eux-mêmes². Si l'on s'accordait à dire que seule la présence d'une entité centrale pouvait garantir l'évolution souhaitée du niveau des prix, les avis étaient partagés, en revanche, quant à la forme exacte que devrait prendre cet organisme et à l'étendue des pouvoirs discrétionnaires qui devraient lui être accordés.

Selon le courant de pensée dominant de l'économie monétaire de l'époque et des années qui ont suivi, la concurrence bancaire non réglementée ouvrait la voie à l'inflation, et il fallait absolument qu'un organisme central restreigne la création de monnaie, puisque les mécanismes du marché en étaient incapables par eux-mêmes.

Tel était l'état de la question parmi la majorité des spécialistes de l'économie monétaire jusqu'aux années 1970. C'est alors qu'une fois de plus, il est devenu malheureusement manifeste que les banques centrales pouvaient elles-mêmes s'avérer une source d'inflation — quoique cette réalité ait été masquée quelque temps par le concept largement répandu d'une « nouvelle inflation » aux déterminants sociologiques profonds. Les arguments dérivés de l'analyse — nouvelle à l'époque — des « choix publics », selon laquelle les administrations publiques et leurs agents pouvaient avoir intérêt à créer de l'inflation, se faisaient également persuasifs, si bien qu'au début des années 1970, il apparaissait évident que la théorie de la banque libre devait être réévaluée, tout comme la masse de

2. On trouvera dans Milton Friedman (1960, surtout aux pages 4 à 9) un exposé de ce point de vue qui a eu beaucoup d'influence. Friedman souhaitait que la conduite de la politique monétaire soit encadrée par une règle quasi constitutionnelle, principalement pour éviter les abus de pouvoir de la banque centrale, institution qu'il jugeait pourtant nécessaire.

résultats empiriques provenant des multiples pays qui avaient réussi à fonctionner sans banque centrale depuis le XVIII^e siècle. Qu'il suffise de mentionner certains des premiers jalons de la littérature qui a paru ultérieurement sur le sujet — Benjamin Klein (1974), Earl Thompson (1974) et Friedrich von Hayek (1976) — et de noter que ces travaux, et ceux qui ont suivi, allaient avoir suffisamment d'influence sur le courant de pensée dominant pour transformer des idées considérées au départ comme farfelues et sans importance en une critique de l'orthodoxie à étudier avec le plus grand sérieux.

Il était communément admis que le régime de banque libre serait inflationniste du fait que les banques seraient habilitées et incitées à réduire le pouvoir d'achat de leurs passifs au préjudice d'un public mal informé. Au contraire, soutenaient les défenseurs de la liberté bancaire : c'étaient plutôt les banques centrales, mandataires de l'État, qui y seraient habilitées et incitées. Les banques privées, elles, auraient tout avantage à préserver leur réputation d'intégrité, pour la simple raison que celle-ci vaut son pesant d'or sur le marché. En outre, la concurrence les obligerait à rémunérer leurs créances monétaires au taux de rendement réel du marché, moins le coût marginal réel du maintien en circulation de celles-ci, plus une prime destinée à compenser toute érosion prévue du pouvoir d'achat. Si, comme il semble plausible, le public désirait éviter la dépréciation de ses avoirs monétaires — ne serait-ce que pour s'épargner les coûts de calcul supplémentaires —, la concurrence aurait pour autre effet de faire converger le taux de dépréciation prévu vers zéro. Les banques pourraient alors signaler leurs bonnes intentions en garantissant une forme quelconque de convertibilité de la monnaie en marchandise. Les acteurs du système bancaire s'entendraient probablement sur une marchandise ou un panier de marchandises, qui servirait également à régler les soldes de compensation interbancaires³.

3. La littérature sur la liberté bancaire décrit d'ingénieux systèmes d'étalon-marchandise qui sont loin de se limiter à de simples métaux, tels que l'or et l'argent. Comme Angela Redish me l'a rappelé, certains auteurs vont jusqu'à s'interroger sur la stabilité éventuelle de systèmes sans étalon. Selgin et White (1994) brossent de cette littérature un tableau d'une admirable clarté. Comme il serait trop long de développer le sujet ici, je me contenterai de dire que je partage leur scepticisme quant à la viabilité de systèmes dépourvus d'étalon monétaire, et d'ajouter ce commentaire personnel : pour être durable politiquement, la structure de la politique monétaire doit demeurer simple; or, certains aménagements complexes qui se réclament de la tradition de la liberté bancaire, bien qu'apparemment viables en théorie, ne passeraient probablement pas le test de la pratique.

Bien sûr, les tenants de la banque libre savaient pertinemment que, avant que les banques centrales ne soient créées — ou que la Banque d'Angleterre, dans le cas de la Grande-Bretagne, ne prenne conscience de son rôle à ce titre —, de nombreux systèmes bancaires avaient été en proie à l'instabilité. Mais, soutenaient-ils, ce défaut n'était pas inhérent à la concurrence bancaire. Ils y voyaient plutôt une conséquence de la limitation — allant parfois jusqu'à la suppression pure et simple — du pouvoir des banques privées d'émettre leur propre monnaie. Les fortes fluctuations saisonnières de la demande de monnaie, associées en particulier au temps des récoltes dans ces économies à vocation encore largement agricole, créaient une fragilité artificielle qui n'aurait tout simplement pas existé si chaque banque avait pu varier le ratio de la monnaie qu'elle émettait à ses dépôts. Si, dans un tel cadre, la solvabilité d'une institution avait été mise en doute, on aurait probablement pu éviter les accès d'inquiétude contagieux au sujet des liquidités du système, et la situation aurait pu être réglée sans que l'ensemble du marché ne s'en trouve perturbé. On aurait alors, sinon éliminé, du moins réduit grandement la nécessité d'avoir un prêteur central « de dernier ressort » qui vient à la rescousse du système et de certains membres « solvables, mais à court de liquidités » en période de crise généralisée.

On aurait alors, sinon éliminé, du moins réduit grandement la nécessité d'avoir un prêteur central « de dernier ressort » qui vient à la rescousse du système et de certains membres « solvables, mais à court de liquidités » en période de crise généralisée.

Il ne faut pas croire que les arguments en faveur de la banque libre décrits ci-dessus ont été posés purement a priori. De nombreux auteurs ont réétudié diverses périodes de l'histoire monétaire; ils n'ont peut-être pas démontré que l'analyse présentée à l'appui de la liberté bancaire dans les années 1970 était valable en tous points, mais ils ont assurément établi hors de tout doute raisonnable que la connaissance que les économistes croyaient avoir de certains éléments

cruciaux de l'histoire monétaire relevait au moins autant de la lecture qu'ils en avaient faite à travers le prisme des opinions communément admises sur l'instabilité inhérente aux systèmes dépourvus de banque centrale, que de l'évaluation objective des faits.

Les tendances centralisatrices inhérentes à l'activité bancaire

Bagehot estimait que, si la Banque d'Angleterre jouait un rôle singulier au sein du système financier britannique de l'époque, c'est qu'elle détenait les réserves d'or du pays et que ses passifs (billets et dépôts) étaient devenus les principaux instruments de réserve des autres banques. Cette conjonction de facteurs avait imposé à l'institution, société par actions de propriété privée, la responsabilité publique de la stabilité globale du système. Bagehot, cependant, y voyait le résultat d'une tradition typiquement britannique d'intervention de l'État dans la marche du système financier. Il considérait donc que son analyse s'appliquait uniquement à la Grande-Bretagne, croyant — à tort — qu'aucune tendance centralisatrice n'était inhérente à l'activité bancaire.

Dès 1802, Henry Thornton avait pourtant eu l'intuition qu'une telle tendance existait, mais ce n'est qu'en 1888, et donc après le décès de Bagehot, que Francis Y. Edgeworth en a fait la démonstration dans son article intitulé « The Mathematical Theory of Banking ». Les deux premiers mots du titre ont dû certainement rebuter les lecteurs potentiels du temps — comme ceux d'aujourd'hui peut-être —, et l'auteur a pris soin d'explicitier son idée maîtresse, à l'aide d'une analogie fort attrayante. Supposons, écrit-il, que le chef cuisinier d'un club privé de Londres doit se tenir prêt à accueillir pour dîner tous les membres qui se présentent, mais que le nombre de convives fluctue de jour en jour. Le chef a deux certitudes : premièrement, plus l'établissement compte de membres, moins la variation proportionnelle quotidienne du nombre de couverts est grande; deuxièmement, ses collègues des autres clubs de la ville sont aux prises avec le même problème que lui. Ensemble, ces chefs pourraient réaliser des économies en centralisant leurs provisions, non seulement parce que la loi habituelle des grands nombres entrerait en jeu, mais aussi parce que, certains soirs, les habitués d'un établissement donné seraient invités à dîner dans d'autres clubs.

Il en va ainsi des banques et des fonctions qu'elles opèrent dans leurs réserves. Tantôt elles doivent répondre aux demandes des créanciers qui veulent

convertir leurs dépôts en argent; tantôt elles doivent régler leurs soldes de compensation négatifs auprès d'autres banques. Les économies d'échelle sont inhérentes au maintien de réserves et, à l'instar des chefs cuisiniers londoniens, les banques ont intérêt à grouper leurs réserves et à les faire gérer au profit de l'ensemble du système.

La centralisation des réserves se justifie économiquement dans tout système bancaire.

Même si Edgeworth lui-même ne s'étend pas là-dessus, son analyse donne à penser que, abstraction faite des effets imprévus de l'histoire et des restrictions juridiques propres à la Grande-Bretagne, la centralisation des réserves se justifie économiquement dans tout système bancaire. Non pas que les propos de Bagehot sur le rôle particulier de l'histoire dans l'évolution de la Banque d'Angleterre ne soient pas, pour l'essentiel, d'une extrême pertinence pour expliquer le parcours de la centralisation en Grande-Bretagne. Mais ce que Bagehot prenait pour la configuration du système bancaire américain — soit une structure à niveau unique de banques de taille assez comparable et dont chacune détient ses propres réserves — n'avait rien de naturel et n'aurait jamais pu se développer en Grande-Bretagne, pas plus d'ailleurs qu'elle ne l'a fait aux États-Unis⁴.

Dans les années 1870, la centralisation des réserves bancaires était déjà très avancée aux États-Unis, et le système du pays affichait la même propension aux crises périodiques que son pendant britannique. Les banques des régions rurales détenaient des réserves chez leurs voisins des grandes villes et, dans cette pyramide qui s'étoffait peu à peu, New York commençait à devenir un carrefour où des banques d'autres villes gardaient des réserves auprès d'institutions qui jetaient également des ponts d'une importance cruciale entre les systèmes monétaires national et international. Même si elles évoluaient à l'intérieur d'un cadre législatif tout à fait différent, les banques canadiennes faisaient en

4. Richard Timberlake (1993) présente un compte rendu exhaustif et éclairant, quoique sous-estimé, de l'évolution du système monétaire américain, depuis l'époque d'Alexander Hamilton jusqu'au début des années 1990.

quelque sorte partie du système américain à maints égards.

Il y a de bonnes raisons de croire que les crises qui ont frappé la Grande-Bretagne au XIX^e siècle viennent du fait que la Banque d'Angleterre a failli aux responsabilités que lui imposait sa place particulière au sein du système. Il serait tentant de penser qu'à l'époque, le problème se posait avec encore plus d'acuité aux États-Unis, puisqu'il n'y avait là aucune institution semblable pour exercer de telles fonctions, mais ce serait faire une entorse à la réalité. Aux États-Unis, comme le montre Richard Timberlake (1993, chapitre 14), un rôle analogue à celui que Bagehot attribuait à la Banque d'Angleterre pouvait être — et était parfois — assumé par les associations de compensation par l'intermédiaire desquelles les banques des grandes villes réalisaient leurs opérations réciproques. La motivation était semblable : ces banques regroupaient généralement une partie de leurs réserves auprès d'une chambre de compensation, qui pouvait alors gérer les avoirs pour leur compte.

Il ne faut pas croire pour autant que les associations de compensation ont toujours été de bonnes gestionnaires. On s'accorde à dire depuis longtemps qu'elles ont fait preuve d'une rare incompétence durant la crise de 1907 — laquelle a largement contribué à l'instauration de la Réserve fédérale —, encore plus que durant celle de 1873⁵. Il importe cependant de relativiser. Si, comme on l'admet communément, la crise Baring de 1890 a révélé que la Banque d'Angleterre était une banque centrale crédible, il faut ajouter du même souffle que c'était là l'aboutissement de plus d'un siècle d'efforts. En outre, lorsqu'on évalue la feuille de route des associations américaines de compensation en 1907 et celle de la Réserve fédérale entre 1929 et 1932, force est de reconnaître que cette dernière soutient mal la comparaison. Avec un peu plus de temps, les chambres de compensation auraient pu apprendre à exécuter avec compétence ce que l'on considère habituellement comme de grandes fonctions d'une banque centrale, notamment celle de prêteur de dernier ressort. Qui sait, peut-être la chambre de compensation de New York en serait-elle venue, au fil des ans, à répondre aux besoins de l'ensemble du système⁶.

5. Ce point de vue remonte au moins aux écrits d'Oliver Sprague (1910).

6. Au Canada, faut-il le rappeler, aucune banque n'a fait faillite pendant la Grande Dépression, et ce, malgré l'absence d'une banque centrale dans les premières années, déterminantes, de la crise. Le système doit sa résistance aux réseaux de succursales, à la collaboration interbancaire et, peut-être, à la tolérance des autorités de réglementation.

L'argumentation qui précède ne vaut pas seulement pour le système monétaire des États-Unis, loin de là. En fait, elle revient à poser l'hypothèse que les mécanismes du marché, lorsqu'ils sont laissés à eux-mêmes, sont généralement capables de créer un système monétaire stable sans que l'État n'ait à intervenir, sinon pour établir un cadre juridique où les droits de propriété sont clairement définis et où le vol et la fraude sont sanctionnés.

Et pourtant, cette argumentation n'est pas tout à fait complète. Il est certes plausible qu'un tel système soit porteur de stabilité, vu la présence d'un étalon-marchandise — que les banques individuelles ont tout intérêt à préserver —, mais ce type d'aménagement paraît vulnérable à la formation de monopoles naturels étant donné le rôle déterminant attribué au système de compensation et à la centralisation des réserves. L'accès au marché bancaire concurrentiel semble dépendre de l'accès au système de compensation; or, dans une réflexion comme la nôtre, il y a lieu de se demander si les activités des chambres de compensation ne devraient pas être réglementées par l'État. En d'autres termes, se pourrait-il qu'une institution appelée par le marché à prendre en charge certaines fonctions normalement associées aux banques centrales acquière, par la force des choses, une autre de leurs caractéristiques, soit celle d'être encadrée par l'État?

Le régime de banque centrale au XX^e siècle

La question de savoir si les mécanismes du marché seraient parvenus à évoluer et à soutenir des systèmes monétaires stables sans assistance de la part de l'État demeure ouverte, du simple fait que l'histoire du XX^e siècle ne s'est pas prêtée aux expériences qui auraient pu permettre d'y apporter une réponse.

Le scénario de la banque libre suppose que la stabilité de la valeur des passifs aurait été garantie par un quelconque système d'étalon-marchandise. Mais ce système (essentiellement celui de l'étalon-or), en tant que réalité incontestée de la vie monétaire, n'a pas survécu au-delà de la Première Guerre mondiale. Dans la pratique, les États remplissent des fonctions autres que purement économiques. Après 1914, les impératifs des finances de guerre ont obligé les autorités de presque tous les pays à subordonner la préservation de la stabilité monétaire à d'autres besoins plus pressants; et après 1918, le système monétaire se trouvait trop désarticulé pour être restauré à l'aide

des outils disponibles dans la conjoncture politique internationale d'après-guerre.

En démystifiant [...] le concept de l'étalon-or, on avait dépouillé celui-ci d'une bonne part de son poids moral et politique.

Mais l'abandon de l'étalon-or tenait à d'autres raisons encore, qui puisaient profondément dans les idées économiques du temps. Les débats monétaires de la seconde moitié du XIX^e siècle, et notamment la controverse au sujet du bimétallisme, avaient permis une compréhension beaucoup plus éclairée des mécanismes du système d'étalon-marchandise, et, comme je l'ai expliqué dans Laidler (1991), en démystifiant plus particulièrement le concept de l'étalon-or, on avait dépouillé celui-ci d'une bonne part de son poids moral et politique. Considérée à l'origine comme « la condition sine qua non d'un système monétaire solide », selon l'expression de Thomas Tooke (1844), la convertibilité en or devint simplement l'une des diverses bases pouvant soutenir l'édification d'un ordre monétaire, et une option qui semblait du reste comporter un certain nombre d'inconvénients, dont deux s'avèrent cruciaux dans le présent contexte.

Le premier de ces inconvénients, relevé déjà au XIX^e siècle par des observateurs tels qu'Alfred Marshall (1887), tenait au fait que la convertibilité en or à prix fixe n'était pas, en fin de compte, nécessairement la meilleure façon de garantir la stabilité des prix intérieurs, et que la mise au point de nouveaux mécanismes monétaires pouvait impliquer un choix entre les deux objectifs. Le deuxième inconvénient, bien connu également au XIX^e siècle — même si son importance pratique n'est réellement apparue qu'en 1914 —, était que la convertibilité en or, comme d'ailleurs toute autre forme de convertibilité en une marchandise, allait empêcher les États d'utiliser leurs systèmes monétaires comme sources de revenus. À mesure que la science économique s'est développée, cela à partir des années 1920, il est aussi devenu manifeste qu'une telle convertibilité les empêcherait de se servir de la politique monétaire pour atteindre

d'autres objectifs, en particulier sur le front de la production et de l'emploi⁷.

Dans les années 1950, les progrès de la science économique avaient donné naissance à ce qui pouvait s'apparenter à un consensus intellectuel, bien représenté dans la littérature canadienne par H. Scott Gordon (1961). Selon lui, le système monétaire devait être conçu non pas pour restreindre les actions de l'État, mais plutôt pour aider ce dernier à poursuivre un éventail d'objectifs sans aucun doute louables et dictés par l'électorat. Nul appareil politique dépourvu d'une banque centrale, et fonctionnant de préférence en étroite collaboration avec d'autres entités gouvernementales, ne semblait complet, et ceux qui mettaient en cause ce postulat passaient ou bien pour les défenseurs résolument rétrogrades d'intérêts politiques conservateurs, ou bien pour des intellectuels coupés de la réalité. Dans un milieu dominé par ce genre d'opinions, la place occupée par les idées au sujet de la liberté bancaire était, à toutes fins utiles, inexistante.

Faits marquants de l'histoire de la Banque du Canada

La Banque du Canada a été fondée alors que ce consensus intellectuel était encore en gestation, et c'est probablement pourquoi elle s'est vu confier le double mandat de veiller à la stabilité de la valeur externe de la monnaie et d'apporter une certaine stabilité à l'économie intérieure. En 1935, les experts n'avaient pas perdu tout espoir dans l'étalon-or, même s'ils étaient déjà conscients des possibilités offertes par une politique de stabilisation de type interventionniste. Ils n'avaient pas non plus admis l'idée que, les mesures budgétaires pouvant aussi bien jouer un rôle de stabilisation, il était souhaitable que la Banque soit fortement asservie aux gouvernements élus. D'ailleurs, le fait même que la Banque ait été initialement créée avec une participation privée substantielle laisse supposer que ses fondateurs lui reconnaissaient un haut degré d'indépendance.

La Banque, on le sait, est devenue une société d'État en 1938, sans que les autorités ne se soient souciées de

7. Bien entendu, la liberté bancaire ne dépend pas intrinsèquement de la convertibilité en or, comme on l'a précisé dans la note 3. Donc l'adhésion de moins en moins grande des économistes au principe de l'étalon-or ne saurait et n'a pas su miner la popularité de ce type d'idées. Le facteur qui a réellement confiné ces idées aux limites de la respectabilité intellectuelle a été l'apparition d'un consensus selon lequel la politique monétaire constituait un outil essentiel à la conduite d'une politique macroéconomique généralement interventionniste.

modifier sa loi constitutive afin de clarifier la question du partage des responsabilités entre l'institution et son nouveau propriétaire exclusif. Cette situation, comme nous le savons également, n'allait pas manquer de causer de graves problèmes à la fin des années 1950, en l'occurrence l'affaire Coyne.

Il serait trop long de relater ici tous les méandres de cette affaire. Qu'il suffise de mentionner que le gouverneur Coyne, qui pratiquait certes une politique monétaire fondée sur une compréhension incertaine des interactions entre les taux d'intérêt canadiens, l'épargne intérieure et les mouvements internationaux de capitaux, et par conséquent de la part croissante des intérêts étrangers au sein de l'économie du pays, entretenait néanmoins de sérieux doutes quant à la possibilité de recourir à des politiques macroéconomiques pour atteindre des objectifs liés aux variables économiques réelles. Son scepticisme, sur ce dernier point, était en totale opposition avec l'idéologie interventionniste qui dominait la pensée économique non seulement du gouvernement en place, mais aussi de la majorité des experts de l'époque, et il allait contribuer pour beaucoup à précipiter le choc d'opinions irréconciliables sur la teneur de la politique monétaire canadienne et sur le partage, entre le gouvernement et la Banque, des responsabilités de formulation et de conduite de cette politique. Quelqu'un devait céder. Ce fut le gouverneur, qui n'eut d'autre choix que de démissionner en 1961.

Par la suite, cependant, la Banque est demeurée à l'abri du risque d'un asservissement complet aux objectifs macroéconomiques intérieurs, grâce à l'interaction entre, d'une part, la nécessité politique généralement admise de maintenir le régime de changes fixes mis en place au lendemain de la crise de change que l'affaire Coyne avait engendrée, et, d'autre part, la doctrine de la double responsabilité adoptée dans le sillage de ces événements⁸.

Même après que l'on eut décidé de laisser le dollar canadien flotter à nouveau en 1970 — à la hausse, faut-il ajouter —, la protection offerte par cette

8. Cette doctrine est dans une large mesure la création de Louis Rasminsky, qui a succédé à Coyne au poste de gouverneur. Deux principaux éléments la composent. Le premier est le pouvoir du ministre des Finances d'« émettre des instructions ». Ce pouvoir, qui a été inscrit dans la *Loi sur la Banque du Canada* lors de la modification de celle-ci en 1967, permet au ministre d'exercer un contrôle ultime sur la politique monétaire pourvu qu'il donne un ordre précis au gouverneur, publiquement et par écrit. Le second élément est l'indication clairement donnée, mais non consignée dans la *Loi*, que le gouverneur démissionnerait à la réception d'un tel ordre. Cette disposition, qui incite fortement les deux parties à régler en privé tout différend au sujet de la conduite de la politique monétaire, n'a jamais été testée dans la pratique.

doctrine est demeurée opérante, et jamais la Banque du Canada ne s'est retrouvée aussi entièrement soumise à la politique gouvernementale que les banques centrales du Royaume-Uni, de l'Australie ou de la Nouvelle-Zélande, par exemple. C'est peut-être pour cette raison, entre autres, que la pénible période d'inflation élevée des années 1970 et 1980 s'est avérée un peu moins douloureuse au Canada que dans ces pays. Mais seulement « un peu moins », doit-on préciser, car l'expérience vécue par le Canada durant ces deux décennies est venue s'ajouter à une longue liste de faits qui semblaient montrer à quel point il est périlleux de mener une politique monétaire trop ambitieuse, et difficile de trouver une solution de rechange simple et viable.

À la fin des années 1980 [...] les débats entourant la conduite de la politique monétaire se sont mis à porter sur l'opportunité de faire de la réalisation et du maintien de la stabilité des prix le seul objectif de cette politique.

À la fin des années 1980, des enseignements utiles avaient été tirés de cette expérience. Et à la suite de la conférence mémorable du gouverneur John Crow (1988) prononcée sous les auspices de la Fondation Hanson, les débats entourant la conduite de la politique monétaire se sont mis à porter sur l'opportunité de faire de la réalisation et du maintien de la stabilité des prix le seul objectif de cette politique. La résultante de ces débats — l'instauration d'un régime fondé sur un taux cible d'accroissement de l'indice des prix à la consommation de 2 % par année — n'a pas été pleinement à la hauteur des aspirations du gouverneur Crow. Mais, comme Laidler et Robson (2004) l'ont démontré dans leur étude, ce régime a largement porté ses fruits et s'est avéré durable. S'il n'y a pas lieu de s'étendre sur ces questions ici, il convient tout de même de souligner certains aspects fort intéressants du régime de banque centrale du Canada : à quel point ce régime en est venu à présenter des traits communs avec celui de la liberté bancaire, et dans quelle mesure, lorsqu'il y a divergence entre les

deux régimes, celui de la banque centrale paraît supérieur à l'autre.

Les points de jonction entre les régimes de banque centrale et de banque libre au Canada

Ainsi qu'on l'a vu précédemment, un régime de banque libre ayant atteint sa pleine maturité chercherait à assurer la stabilité des prix non pas pour se plier aux exigences d'une agence centrale, mais parce que l'intérêt propre des banques évoluant dans un contexte de concurrence les y inciterait. Pareille stabilité serait probablement garantie par un système quelconque d'étalon-marchandise, et les réserves requises pour rendre crédible une telle garantie seraient centralisées, vraisemblablement au sein d'une association de compensation elle-même régie par une réglementation publique minimale visant à assurer le maintien de la concurrence entre ses membres.

Les opérations interbancaires seraient sans doute réglées au moyen de dépôts, détenus dans une chambre de compensation, qui représenteraient des créances sur les réserves; ces dernières ne seraient, en fait, utilisées que pour les transactions avec des entités externes. Ces dépôts devraient pouvoir être échangés sur un marché interbancaire, pour que le système fonctionne adéquatement. Il est probable en outre que l'association de compensation, si elle était habilitée à assumer des fonctions de prêteur de dernier ressort, aurait le pouvoir de consentir des découverts à ses membres; le système de l'étalon-marchandise empêcherait alors l'usage abusif de ce pouvoir, mais, par contre, en limiterait peut-être aussi l'efficacité en cas de réelle urgence. Dans un tel régime, les banques commerciales auraient toute liberté de gérer leurs propres activités de prise de dépôts et d'émission de billets. Celles-ci pourraient quand même être encadrées par une réglementation, ne serait-ce que pour empêcher les fraudes.

Encore récemment, une telle formule semblait différer radicalement de toute forme de régime de banque centrale, lequel paraissait avoir été expressément conçu pour permettre à la banque centrale ou à ses maîtres politiques d'établir des objectifs dont la poursuite serait susceptible de compromettre la stabilité des prix. De nombreux cas d'espèces corroboraient d'ailleurs ce point de vue avant les années 1990.

Cette distinction autrefois capitale entre régime de banque libre et régime de banque centrale est devenue

pratiquement caduque, dans le contexte canadien, avec l'adoption d'un bas taux d'inflation comme seul point de mire de la politique monétaire. Si, de plus, nous considérons le cadre dans lequel est exercée la politique monétaire de nos jours, il est manifeste que le système de compensation y joue un rôle essentiellement identique à celui qu'il aurait sous un régime de liberté des banques. En effet, les soldes de compensation sont gérés au moyen de dépôts productifs d'intérêts (tenus à la Banque du Canada plutôt que dans une chambre de compensation); il existe en outre un marché interbancaire de ces dépôts; et la Banque du Canada consent des découverts aux participants, ainsi qu'elle est autorisée à le faire⁹. C'est toutefois l'obligation de la Banque de maîtriser l'inflation, plutôt que la contrainte de la convertibilité, qui empêche l'usage abusif de ce privilège.

L'ordre monétaire actuel du pays diffère néanmoins à d'autres égards de celui qu'aurait engendré un régime de liberté bancaire. Par exemple, la Banque détient (conjointement avec la Monnaie royale canadienne) le monopole de l'émission de monnaie, qui représente aujourd'hui sa principale source de revenus. Mais comme elle approvisionne le marché selon la demande, les problèmes de stabilité financière qu'un tel monopole posait au XIX^e siècle deviennent pour ainsi dire inexistantes. Il est intéressant de noter, au surplus, que le monopole de la Banque sur l'émission de la monnaie disparaîtrait si des systèmes de « monnaie électronique » parfaitement légaux, comme celui de Mondex, en venaient à gagner la faveur du public. La grande interrogation serait alors de savoir comment payer les coûts d'exploitation de la Banque. Étant donné que l'ordre monétaire du Canada ne s'en trouverait pas changé, le sujet n'est guère préoccupant. On trouvera un exposé plus complet de la question dans l'étude de Charles Freedman (2000).

Une seconde différence, peut-être plus importante celle-là, tient à ce que la Banque du Canada fait actuellement office d'agent du gouvernement fédéral sur les marchés des changes et de la dette publique. Sous un régime de liberté bancaire, cette fonction serait remplie par des institutions privées, comme elle l'était d'ailleurs avant la création de la Banque. En théorie, les dispositions existantes font planer une menace permanente sur la capacité de la Banque

9. Le système de compensation est en fait la créature de l'Association canadienne des paiements (ACP), et non celle de la Banque du Canada. Mais cette division des responsabilités administratives — guère significative au demeurant — est de toute évidence un legs du régime qui existait avant la fondation de la banque centrale.

d'atteindre les cibles d'inflation fixées, car on peut aisément imaginer que le gouvernement puisse donner des directives qui mettraient en péril la stabilité monétaire. Cependant, on conçoit mal que ce problème puisse se poser concrètement dans le présent régime de poursuite de cibles d'inflation, pour la simple raison que celui-ci constitue un projet conjoint de la Banque et du gouvernement, et que, en plus, il est assujéti à la doctrine de la double responsabilité.

La principale différence entre le régime de banque centrale [...] et tout régime viable de banque libre réside incontestablement dans les fondements institutionnels des garanties que l'un et l'autre système fourniraient au public en ce qui a trait au comportement ordonné des prix.

La principale différence entre le régime de banque centrale, tel qu'il est pratiqué au Canada de nos jours, et tout régime viable de banque libre réside incontestablement dans les fondements institutionnels des garanties que l'un et l'autre système fourniraient au public en ce qui a trait au comportement ordonné des prix : des cibles d'inflation imposées par voie administrative dans le premier cas, par opposition à une garantie de convertibilité dans le second. Les comparaisons, ici, doivent porter sur la qualité relative des deux formes de garantie. Il est difficile de réfuter l'argument avancé par les partisans de la banque libre selon lequel une promesse a plus de chances d'être crédible, à long terme, si elle découle de processus de marché naturels plutôt que d'une entente entre des politiciens élus et une banque centrale. Il n'en reste pas moins qu'un certain nombre d'autres facteurs entrent en jeu.

Premièrement, si le public tient réellement à la stabilité monétaire, il est assez peu probable que celle-ci, une fois assurée par des processus politiques, puisse à nouveau être compromise par le jeu des mêmes processus. Des cibles d'inflation existent depuis maintenant quinze ans au Canada; elles ont été atteintes, et leur utilisation suscite aujourd'hui

beaucoup moins de scepticisme qu'au début. Il faut également garder à l'esprit que même aux beaux jours de l'étalon-or, certains commentateurs parmi les plus éminents — notamment Alfred Marshall (1887), Irving Fisher (1912) et Knut Wicksell (1898) — faisaient observer que ce régime n'était pas idéal pour assurer la stabilité des prix, et ils proposaient des solutions de rechange. Wicksell, en particulier, alla jusqu'à préconiser l'abandon pur et simple de toute forme de convertibilité et l'instauration d'un régime où la banque centrale parviendrait au résultat voulu en contrôlant les taux d'intérêt intérieurs (un régime, somme toute, qui préfigurerait celui en vigueur aujourd'hui). Enfin, il convient de rappeler que l'or est de nos jours un bien échangeable dont le prix est très sensible aux variations des mécanismes monétaires; on voit donc difficilement comment il pourrait devenir du jour au lendemain un point d'ancrage pour ces derniers.

Certes, il existe plusieurs autres types de systèmes d'étalon-marchandise, mais, comme on l'a indiqué précédemment (voir la note 3), ils sont complexes et difficiles à expliquer au grand public. C'est pour cette raison, entre autres, que toutes les propositions récentes visant à réformer l'ordre monétaire du Canada en remplaçant les cibles d'inflation par un système fondé sur la convertibilité s'appuient non pas sur une marchandise quelconque, mais plutôt sur une nouvelle unité monétaire nord-américaine ou sur le dollar américain. Nos voisins du sud n'étant d'aucune façon intéressés à céder ne serait-ce qu'une infime partie du contrôle qu'ils exercent sur leur monnaie nationale, et encore moins à abandonner carrément celle-ci au profit d'une autre, les seules propositions susceptibles de trouver une application pratique sont celles qui impliquent soit l'adoption unilatérale du dollar américain par le Canada, soit la création d'une nouvelle monnaie canadienne arrimée au billet vert par le truchement d'une caisse d'émission. Dans la perspective du présent article, le choix de l'une ou l'autre de ces options marquerait une nouvelle étape dans le processus au fil duquel le modèle canadien d'un système monétaire basé sur une banque centrale s'est déjà passablement rapproché du modèle de la « liberté bancaire ».

Conclusion

S'il n'y a pas lieu de s'étendre ici sur les débats récents qui ont porté sur ces questions¹⁰, il apparaît opportun,

10. Voir Laidler et Robson (2004) pour une analyse récente de ces débats et une bibliographie pertinente.

cependant, de souligner que ni la dollarisation unilatérale ni la création d'une caisse d'émission ne feraient disparaître l'activité de banque centrale du système monétaire canadien; la Banque du Canada serait plutôt simplement remplacée par la Réserve fédérale des États-Unis, qui continuerait d'établir des objectifs en fonction uniquement de l'évolution de

l'économie américaine, sans tenir compte des conséquences pour le Canada. Pour beaucoup, cette perspective est en elle-même une raison suffisante pour conclure que le Canada s'est déjà avancé suffisamment loin sur le terrain de la liberté bancaire, et pour souhaiter longue vie à la Banque du Canada avec un enthousiasme tout particulier.

Ouvrages et articles cités

- Bagehot, W. (1873). *Lombard Street: a Description of the Money Market*, Londres, P. S. King.
- Courchene, T., et R. Harris (1999). *From Fixing to Monetary Union: Options for North American Monetary Integration*, commentaire n° 127, Institut C. D. Howe, Toronto, Institut C. D. Howe.
- Crow, J. (1988). « La politique monétaire à l'œuvre au Canada », conférence donnée sous les auspices de la Fondation Eric J. Hanson à l'Université de l'Alberta, *Revue de la Banque du Canada* (février), p. 3-17.
- Edgeworth, F. (1888). « The Mathematical Theory of Banking », *Journal of the Royal Statistical Society*, vol. 51, n° 1, p. 113-127.
- Fisher, I. (1912). *The Purchasing Power of Money: Its Determination and Relation to Credit Interest and Crises*, 2^e édition, New York, Macmillan.
- Freedman, C. (2000). « Monetary Policy Implementation: Past, Present and Future—Will Electronic Money Lead to the Eventual Demise of Central Banking? », *International Finance*, vol. 3, n° 2, p. 211-227.
- Friedman, M. (1960). *A Program for Monetary Stability*, New York, Fordham University Press.
- Gordon, H. (1961). « The Bank of Canada in a System of Responsible Government », *Canadian Journal of Economics and Political Science*, vol. 27, n° 1, p. 1-22.
- Grubel, H. (1999). *The Case for the Amero: The Economics and Politics of a North American Monetary Union*, collection « Critical Issues Bulletin », Vancouver, The Fraser Institute.
- Hayek, F. von (1976). *Denationalisation of Money: An Analysis of the Theory and Practice of Concurrent Currencies*, Londres, Institute of Economic Affairs.
- Klein, B. (1974). « The Competitive Supply of Money », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 6, n° 4, p. 423-453.
- Laidler, D. (1991). *The Golden Age of the Quantity Theory: The Development of Neoclassical Monetary Economics, 1870-1914*, Londres, Philip Allan.
- Laidler, D., et W. Robson (2004). *Two Percent Target: The Context, Theory, and Practice of Canadian Monetary Policy since 1991*, Toronto, Institut C. D. Howe.
- Marshall, A. (1887). « Remedies for Fluctuations in General Prices », *Contemporary Review* (mars).
- Selgin, G., et L. White (1994). « How Would the Invisible Hand Handle Money? », *Journal of Economic Literature*, vol. 32, n° 4, p. 1718-1749.
- Smith, V. (1936). *The Rationale of Central Banking*, Londres, P. S. King.
- Sprague, O. (1910). *A History of Crises under the National Banking System*, Washington, Government Printing Office.
- Thompson, E. (1974). « The Theory of Money and Income Consistent with Orthodox Value Theory ». In : *Trade, Stability, and Macroeconomics: Essays in Honor of Lloyd A. Metzler*, sous la direction de G. Horwich et P. Samuelson, New York, Academic Press, p. 427-453.

Ouvrages et articles cités (suite)

Thornton, H. (1802). *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*, Londres, J. Hatchard.

Timberlake, R. (1993). *Monetary Policy in the United States: An Intellectual and Institutional History*, Chicago, University of Chicago Press.

Tooke, T. (1844). *An Inquiry into the Currency Principle: The Connection of the Currency with Prices, and the Expediency of a Separation of Issue from Banking*, Londres, Longman, Brown, Green, and Longmans.

White, L. (1984). *Free Banking in Britain: Theory, Experience, and Debate, 1800–1845*, Cambridge, Cambridge University Press.

Wicksell, K. (1898). *Interest and Prices: A Study of the Causes Regulating the Value of Money*, traduit en 1936 par R. Kahn, pour la Royal Economic Society, Londres, Macmillan.

La construction d'une politique monétaire adaptée à la réalité canadienne

John Chant*

- *Au moment de sa création, la Banque du Canada avait le choix de s'inspirer du modèle britannique ou du modèle américain pour concevoir ses instruments de mise en œuvre de la politique monétaire.*
- *Même si, dans les débuts, certains éléments de la politique monétaire de la Banque — tels que le rôle du mécanisme de réescompte, le recours à la persuasion morale et la volonté de favoriser le développement d'un marché monétaire — ont été calqués sur l'exemple britannique, plusieurs différences importantes ont concouru au développement d'une approche spécifiquement canadienne.*
- *Vu l'état embryonnaire du marché monétaire, c'est par le jeu de transferts de dépôts du gouvernement, un instrument qui avait l'avantage de ne pas passer par ce marché, que la Banque gérait la liquidité bancaire. Elle a aussi adopté une méthode de calcul des réserves obligatoires basée sur les chiffres de la période précédente et laissé flotter le taux officiel d'escompte à deux reprises.*
- *Dans la foulée de l'avènement d'un marché monétaire dynamique et de systèmes de communication et de paiement plus performants, ainsi qu'à la faveur de la hausse de la transparence qui en a résulté, la Banque a pris, depuis les années 1980, un certain nombre d'initiatives qui lui ont permis de renforcer son influence sur le taux du financement à un jour, sa cible opérationnelle à court terme.*

* John Chant est professeur émérite d'économie à l'Université Simon Fraser et associé de recherche au PHN Centre for Financial Research, à l'Université de Colombie-Britannique.

Je consacrerai mon exposé d'aujourd'hui aux approches novatrices mises au point par la Banque du Canada, au cours de ses 70 ans d'existence, pour concevoir ses instruments de politique monétaire. Je débiterai par les origines de la Banque et décrirai les deux modèles dominants entre lesquels le gouvernement a été appelé à choisir : la Banque d'Angleterre, établie de longue date, et la Réserve fédérale des États-Unis, fraîchement créée.

Influences initiales

Dans les années 1930, la Banque d'Angleterre et la Réserve fédérale menaient leur politique monétaire de façon fort différente. Toutes deux évoluaient dans le contexte de marchés monétaires bien développés et très liquides. Les Britanniques, toutefois, avaient mis en place des procédures complexes fondées sur le recours à des maisons de réescompte spécialisées dans la négociation de titres du marché monétaire, lesquelles devaient leur existence au fait que la Banque d'Angleterre ne souhaitait pas traiter directement avec les banques^{1, 2}. La Réserve fédérale, au contraire, s'adressait aux banques et aux maisons de courtage pour effectuer ses opérations d'open market. La Banque d'Angleterre et la Réserve fédérale avaient également des conceptions différentes de ce qui constituait un usage judicieux du mécanisme de

1. L'atmosphère qui régnait à la tête de la banque centrale rappelait un peu celle exclusive d'un club. Les patrons des maisons de réescompte se relayaient à tour de rôle aux différents postes de la direction de l'institution, y compris celui de gouverneur, jusqu'à ce que Montagu Norman rompe avec la tradition et occupe les fonctions de gouverneur pendant 24 ans.

2. La Banque d'Angleterre faisait cependant appel aux banques lorsque ses maisons de réescompte ne possédaient pas suffisamment de titres des échéances désirées.

réescompte. Alors que les banques britanniques faisaient rarement appel à ce mécanisme, leurs homologues américaines avaient accès aux fonds de la Réserve fédérale dans le cadre de la gestion normale de leurs réserves. Enfin, les deux institutions ne partageaient pas la même philosophie générale : la Banque d'Angleterre avait une préférence marquée pour les outils « informels », en particulier la persuasion morale, qui ne passaient pas par le marché, à l'opposé de la Réserve fédérale, qui avait surtout recours à des opérations d'open market.

La question du choix du modèle à suivre au Canada fut tranchée très tôt, peut-être par défaut. Lord Macmillan, qui avait dirigé la Commission britannique d'enquête sur la finance et l'industrie, était président de la Commission royale sur la banque et la monnaie au Canada, celle-là même qui recommanda la création d'une banque centrale au pays³. L'influence britannique se poursuivit avec le détachement de J. A. C. Osborne, ancien secrétaire de la Banque d'Angleterre, au poste de sous-gouverneur de la nouvelle institution, parce qu'on reconnaissait que la personne nommée « au début devrait avoir une vaste expérience des opérations d'une banque centrale, ce qui signifiait que ce serait un étranger » (Watts, 1993, p. 27). Osborne exerça les fonctions de sous-gouverneur de 1934 à 1938. La correspondance abondante et suivie entre Graham Towers, le premier gouverneur de la Banque du Canada, et Montagu Norman, le gouverneur de la Banque d'Angleterre, atteste également l'influence britannique.

À la recherche de sa propre voie

À l'origine, tout semblait donc favoriser l'adoption de l'approche britannique en matière de politique monétaire. Pourtant, la nouvelle banque centrale mit un certain temps à définir la moindre approche. Confrontée à la reprise hésitante qui suivit la Grande Dépression, la Banque s'attacha durant les premières années à fournir des liquidités suffisantes aux banques commerciales. Elle fixa son taux d'escompte à 2 1/2 % lorsqu'elle ouvrit ses portes en mars 1935 et le maintint à ce niveau pendant près de neuf ans, avant de l'abaisser à 1 1/2 % en février 1944. Elle ne releva son

3. Un autre commissaire était un ancien administrateur de la Banque d'Angleterre. Le président fut également assisté d'un conseiller qui avait participé à la fondation d'autres banques centrales dans l'Empire britannique. Ce fut lui qui rédigea le chapitre V du rapport de la Commission, « Le régime financier actuel au Canada et l'établissement d'une banque centrale » (Watts, 1993, p. 13).

taux d'escompte pour la première fois que six ans plus tard, en 1950.

Ni l'expérience de la Grande-Bretagne ni celle des États-Unis ne pouvaient préparer les dirigeants de la banque centrale canadienne aux conditions dans lesquelles ils devraient mener leur politique monétaire.

Ni l'expérience de la Grande-Bretagne ni celle des États-Unis ne pouvaient préparer les dirigeants de la banque centrale canadienne aux conditions dans lesquelles ils devraient mener leur politique monétaire. La Réserve fédérale et la Banque d'Angleterre exerçaient toutes deux leurs activités sur des marchés monétaires et financiers liquides. Par contraste, le marché monétaire canadien dans les années 1930 était rudimentaire, comme en témoigne la tenue des premières adjudications de bons du Trésor seulement quelques jours avant l'ouverture de la Banque. Qui plus est, même si l'institution, dans ses premiers rapports annuels, mentionnait la nécessité d'élargir le marché des bons du Trésor, ce dernier tarda beaucoup à se développer, en partie parce que d'autres problèmes, dont la lenteur de la reprise économique après la Grande Dépression, la persistance d'un niveau élevé de chômage et les difficultés financières de certaines provinces, retenaient l'attention de la Banque (Watts, 1993, p. 39). La forte demande de bons du Trésor de la part des banques a également pu jouer. Des années plus tard, Neufeld (1955, p. 38) écrivait à ce propos qu'il y a toujours eu une demande pour ces titres parmi les banques et que ce n'est que dans ce sens restreint que l'on peut affirmer qu'il existait un marché des bons du Trésor avant 1954.

Les réserves-encaisse

Contrairement à la Banque d'Angleterre, qui n'imposait la tenue d'aucune réserve, la Banque du Canada obligea les banques dès les débuts à détenir une réserve-encaisse égale à au moins 5 % du solde journalier de leurs dépôts, comme le recommandait la Commission Macmillan. D'après Watts (1993), l'établissement du coefficient de réserve à un niveau

aussi faible par rapport à l'encaisse que ces institutions avaient l'habitude de conserver était délibéré. Dans la pratique, les banques maintenaient environ 10 % de leurs dépôts sous forme de réserves-encaisse, ce qui n'a rien d'étonnant compte tenu des difficultés que posaient, pour le suivi quotidien de leur trésorerie, leur réseau très étendu de succursales et l'absence d'un marché monétaire actif.

Le gouvernement adopta une politique proprement canadienne à l'égard des réserves obligatoires lors de la révision de la *Loi sur les banques* en 1954. La Banque du Canada fut alors habilitée à faire varier le ratio minimal entre 8 et 12 % (Watts, 1993, p. 112). Mais surtout, le mode de calcul des réserves obligatoires fut considérablement modifié. Tant les dépôts que la composante des réserves constituée de billets devaient être calculés chaque mois à partir de la moyenne des données des mercredis du mois précédent. Quant au montant des dépôts détenus par les banques à la banque centrale (l'autre composante des réserves), il était donné par la moyenne quotidienne au cours du mois. Ce mode de calcul des réserves eut pour effet de réduire l'incertitude pour les banques et de laisser plus de latitude à la Banque pour la gestion des réserves mises à la disposition de ces dernières.

La période de réserve n'a disparu que lorsque la Banque a procédé à d'importants changements en 1999, au moment de la mise en place du Système de transfert de paiements de grande valeur (STPGV).

Les modalités de calcul des réserves-encaisse obligatoires ont été modifiées à plusieurs reprises depuis 1954. En 1967, les exigences en matière de réserves ont été abaissées et établies à des niveaux qui variaient selon le type de dépôt; en 1980, la période de réserve mensuelle a été scindée en deux; enfin, les réserves obligatoires ont été réduites progressivement jusqu'à zéro entre 1992 et 1994. Néanmoins, la période de réserve n'a disparu que lorsque la Banque a procédé à d'importants changements en 1999, au moment de la mise en place du Système de transfert de paiements de grande valeur (STPGV).

Les transferts de dépôts du gouvernement

En l'absence d'un marché monétaire développé, la Banque ajouta à sa panoplie un nouvel outil qui ne passait pas par ce marché, et qui consistait à gérer activement les dépôts du gouvernement en procédant à des transferts entre les comptes que celui-ci tenait auprès d'elle et ceux qu'il avait dans les banques. Même si une proportion importante de ces transferts servaient simplement à neutraliser les effets des encaissements et des décaissements de l'État sur la liquidité, une partie d'entre eux étaient effectués aux fins de la politique monétaire. Le mécanisme était le suivant : un transfert vers les banques faisait augmenter la liquidité bancaire en accroissant leurs créances sur la banque centrale, alors qu'un transfert en leur provenance avait l'effet inverse. L'apport original de la Banque était d'avoir transformé la gestion des dépôts du gouvernement en un outil de modulation de la liquidité bancaire.

Les transferts de dépôts du gouvernement ont continué à être beaucoup utilisés par la Banque jusque tard dans les années 1990⁴, en partie parce que leur effet sur la liquidité est immédiat, contrairement aux opérations sur le marché, qui ne sont pas réglées sur-le-champ. Les modalités de transfert ont évolué au gré des modifications apportées aux arrangements qui régissent la tenue des comptes de dépôt du gouvernement. En 1986, le Receveur général a commencé à placer par voie d'adjudication les dépôts du gouvernement qui excédaient les besoins de trésorerie quotidiens. L'adjudication de ces dépôts, pour des durées allant de un à sept jours, a eu pour effet de réduire le volume des transferts quotidiens. Ceux-ci sont toutefois demeurés un important instrument de politique monétaire jusqu'à l'implantation du STPGV.

Le taux officiel d'escompte

Suivant scrupuleusement l'exemple britannique, la Banque du Canada décourageait le recours des banques au mécanisme de réescompte, qu'elle considérait comme un signe de faiblesse. Le mécanisme était si rarement utilisé que le taux d'escompte était surtout perçu comme un indicateur des intentions de la Banque. Même ce rôle limité posait parfois des problèmes à cette dernière. Les modifications du taux d'escompte constituent un instrument trop grossier pour communiquer clairement les intentions d'une

4. Cet instrument n'a jamais été complètement abandonné, mais il est très peu utilisé à l'heure actuelle.

banque centrale et ne peuvent véhiculer des messages subtils.

De toutes les banques centrales, la Banque du Canada est la seule à s'être volontairement abstenue de fixer le taux d'escompte.

À deux reprises, la Banque a totalement renoncé à employer ce signal explicite, jugeant apparemment que les coûts de l'ambiguïté l'emportaient sur l'utilité de celui-ci. De 1956 à 1962 et de nouveau de 1980 à 1996, le taux d'escompte a été rattaché au taux de rendement obtenu à la plus récente adjudication de bons du Trésor à trois mois, ce qui dispensait l'institution de modifier le taux d'escompte. De toutes les banques centrales, la Banque du Canada est la seule à s'être volontairement abstenue de fixer le taux d'escompte.

Initiatives récentes

Durant les années 1990, la Banque s'est trouvée en présence de conditions fort différentes de celles qu'elle avait connues dans le passé. Le marché monétaire était enfin devenu très dynamique, après les années de croissance hésitante qui avaient suivi la décennie 1950, où il avait bénéficié du soutien actif des autorités; les succursales des banques étaient maintenant reliées entre elles grâce à des technologies avancées; et la majorité des paiements (en valeur) étaient effectués par voie électronique.

Optant une fois de plus pour une approche adaptée à la réalité canadienne, la Banque a pris, au cours des années 1990, une série d'initiatives en vue d'affiner ses instruments d'intervention en fonction du nouveau contexte. Elle a ainsi révisé les exigences en matière de réserves, modifié l'utilisation qu'elle faisait des transferts de dépôts du gouvernement et transformé le rôle du taux d'escompte. Prises ensemble, ces mesures ont consolidé l'influence de la Banque sur le taux du financement à un jour, sa cible opérationnelle à court terme.

La première étape a été la réforme des règles relatives aux réserves-encaisse. Depuis longtemps considérées comme une taxe sur les services bancaires, les réserves

obligatoires ont été progressivement éliminées entre 1992 et 1994. Les banques n'étant plus tenues de maintenir des réserves, l'on s'attendait à ce qu'elles conservent des soldes de règlement nuls sur l'ensemble de la période de réserve. Parallèlement, les incitations en ce sens ont été renforcées par l'égalisation des coûts de détention des soldes positifs et négatifs. Par suite de la mise en place de ces incitations financières, la Banque a cessé d'user de persuasion morale pour dissuader les banques d'emprunter auprès d'elle (Howard, 1992).

La Banque a clarifié son action et marqué l'importance qu'elle attache aux taux à court terme en adoptant une fourchette opérationnelle explicite de 50 points de base pour le taux à un jour, dont les limites sont renforcées par la conclusion de prises en pension spéciales et de cessions en pension.

Le geste suivant de la Banque a été de donner aux acteurs du marché de meilleures indications quant à ses intentions. Même si la Banque accordait déjà une grande importance au taux du financement à un jour, elle n'exerçait son influence sur les taux du marché que de façon indirecte, par le truchement d'opérations sur le marché des bons du Trésor ou par sa gestion du volume des liquidités disponibles dans le système bancaire. En outre, comme, depuis 1980, le taux d'escompte était rattaché au taux des bons du Trésor à trois mois, les opérateurs ignoraient si les variations de celui-ci traduisaient les intentions de la banque centrale ou les pressions du marché. Dans la deuxième moitié des années 1980, la Banque avait commencé à offrir des prises en pension spéciales et des cessions en pension en vue d'influer sur le taux à un jour. En 1994, elle a voulu clarifier son action et bien marquer l'importance qu'elle attache aux taux à court terme en adoptant une fourchette opérationnelle explicite de 50 points de base pour le taux à un jour, dont les limites sont renforcées par la conclusion de prises en pension spéciales et de cessions en pension. Même si

cette fourchette n'était pas annoncée publiquement (comme l'aurait été un taux d'escompte fixé par la banque centrale), les acteurs du marché pouvaient rapidement en déceler les variations en observant l'activité de la Banque sur le marché monétaire. La fourchette visée pour le taux à un jour est devenue encore plus claire en 1996 lorsque la Banque a recommencé à fixer elle-même le taux d'escompte, en l'établissant à la limite supérieure de cette fourchette.

En 1999, la mise en place par l'Association canadienne des paiements d'un nouveau système de paiement électronique, le STPGV, qui rendait possible la compensation et le règlement immédiats de transactions importantes, a permis à la Banque d'apporter d'autres changements aux modalités de mise en œuvre de la politique monétaire. Le contrôle qu'exerce la banque centrale sur le taux à un jour a ainsi été renforcé par plusieurs mesures. Le taux cible du financement à un jour correspond maintenant au point médian de la fourchette opérationnelle (à moins d'indication contraire), et la Banque a recours à des prises en pension spéciales ou à des cessions en pension lorsque le taux pratiqué sur le marché des fonds à un jour s'écarte du taux visé. L'institution a aussi modifié son approche à l'égard de la gestion des réserves : elle favorise depuis le maintien des soldes de règlement aux alentours de zéro⁵, de sorte que les transferts de dépôts du gouvernement ne servent plus en général qu'à neutraliser l'incidence des flux de trésorerie du secteur public. Les transferts de dépôts du gouvernement ne sont plus comptabilisés le jour précédent mais bien le jour même. Enfin, comme les banques canadiennes connaissent avec certitude leurs positions à la fin de chaque jour ouvrable et qu'elles disposent d'une période pour échanger entre elles leurs excédents

5. Ces soldes sont habituellement maintenus à 50 millions de dollars. Pour en savoir davantage, voir Howard (1998) et Clinton (1991).

et déficits avant le règlement final de leurs obligations de paiement dans le STPGV au moyen des encaisses qu'elles détiennent à la Banque du Canada, il n'est plus nécessaire d'avoir une période de réserve pour atténuer les fluctuations.

Conclusion

Dès les débuts, les fondateurs de la Banque du Canada ont pris modèle sur l'exemple britannique. Les choix faits par la Banque en témoignent bien, notamment en ce qui touche le rôle joué par le mécanisme de réescompte, le recours à la persuasion morale et la nécessité de favoriser le développement des institutions du marché monétaire. Toutefois, à plusieurs égards importants, la banque centrale canadienne a tracé sa propre voie. Elle a attendu une vingtaine d'années avant de s'atteler vraiment à l'élargissement du marché monétaire, préférant s'en remettre au transfert des dépôts du gouvernement pour gérer la liquidité bancaire. Elle a aussi adopté une méthode de calcul des réserves obligatoires basée sur les chiffres de la période précédente et laissé flotter le taux d'escompte à deux reprises. Les mesures prises dans les années 1990 sont venues en quelque sorte boucler la boucle. Elles étaient motivées tant par les besoins de la politique monétaire que par l'émergence de nouveaux dispositifs de paiement et d'un marché monétaire très sophistiqué. Un grand nombre des modalités de mise en œuvre de la politique monétaire qui étaient adaptées aux anciennes caractéristiques du système financier canadien ont été remplacées par de nouvelles mesures visant à conférer à la Banque une plus grande influence sur le taux du financement à un jour. Les réformes des années 1990 ont marqué l'aboutissement d'une longue évolution vers la conduite d'une politique monétaire propre au Canada.

Ouvrages et articles cités

Banque du Canada (1996). *La transmission de la politique monétaire au Canada*.

Clinton, K. (1991). « La gestion des encaisses : principale technique employée par la Banque du Canada dans la conduite de la politique monétaire », *Revue de la Banque du Canada* (janvier), p. 3-25.

Howard, D. (1992). « L'évolution des avances ordinaires de la Banque du Canada aux adhérents », *Revue de la Banque du Canada* (octobre), p. 3-22.

——— (1998). « La mise en œuvre de la politique monétaire à l'ère du STPGV : notions de base », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 57-66.

Ouvrages et articles cités (suite)

- Lundrigan, E., et S. Toll (1997-1998). « Le marché du financement à un jour au Canada », *Revue de la Banque du Canada* (hiver), p. 27-42.
- Montador, B. (1996). « La mise en œuvre de la politique monétaire au Canada ». In : *La transmission de la politique monétaire au Canada*, Ottawa, Banque du Canada.
- Neufeld, E. (1955). *Bank of Canada Operations 1935-54*, Toronto, University of Toronto Press.
- Noël, T. (1996). « Les opérations de la Banque du Canada sur les marchés financiers ». In : *La transmission de la politique monétaire au Canada*, Ottawa, Banque du Canada.
- Thiessen, G. (1996). « L'incertitude et la transmission de la politique monétaire au Canada ». In : *La transmission de la politique monétaire au Canada*, Ottawa, Banque du Canada.
- Watts, G. (1993). *The Bank of Canada: Origins and Early History*, Ottawa, Carleton University Press.

De la jeunesse à la maturité intellectuelle : rétrospective de l'évolution de la recherche rue Wellington

John F. Helliwell*

- *En 1961, le gouvernement institua la Commission royale d'enquête sur le système bancaire et financier (la Commission Porter), chargée d'examiner le rôle et les responsabilités de la Banque du Canada. S'inspirant des mémoires soumis par la Banque, la Commission choisit d'aborder la conception de la politique monétaire sous l'angle des conditions de crédit, démarche qui lui apparut la mieux adaptée.*
- *Membre d'un groupe de spécialistes de la macro-économie et de l'économie monétaire provenant de diverses régions du pays et dont la Commission rechercha les conseils en 1962, John Helliwell prit part à la série d'enquêtes et d'entretiens conduits auprès des responsables de grandes sociétés en vue d'évaluer les répercussions de la politique monétaire sur leur entreprise. Ce cadre, qui lui a fourni une première occasion de connaître la Banque, permit à l'auteur d'en apprendre beaucoup sur les rouages de l'économie canadienne et de rencontrer nombre des protagonistes qui allaient influencer la direction de cette institution.*
- *La Commission Porter incita la Banque à mieux se préparer à relever les futurs défis de la recherche dans le domaine de la politique monétaire par l'attribution de bourses de recherche, et par la publication de ses propres études et travaux statistiques afin de concourir à l'amélioration de l'information monétaire et financière au Canada.*
- *La Banque entreprit en 1965 de se doter d'une capacité de recherche quantitative qui n'a cessé de croître depuis. C'est ainsi que Helliwell et ses collègues travaillèrent à la construction d'un modèle économétrique du Canada, le RDX1, auquel succéda peu après le RDX2.*
- *À la fin de son élaboration en 1971, le RDX2 fut vite mis à contribution face à une cascade d'événements : choc Nixon, abandon du système de Bretton Woods et chocs pétroliers de 1973. Les chercheurs de la Banque profitaient des réunions de la Société d'économétrie pour diffuser leurs études aux quatre coins du monde, et la Banque se préparait à devenir l'un des grands foyers internationaux de recherche empirique.*

Nous nous sommes rencontrés en 1962. Même si nous n'étions encore tous les deux que dans la vingtaine, elle m'a paru faire plus sérieux que son âge, sans être pour autant l'intellectuelle bas-bleu que l'on aurait pu croire. À la veille de ses 30 ans, ses parents, estimant qu'il était temps pour elle de penser à son avenir, mirent sur pied, fin 1961, la Commission royale d'enquête sur le système bancaire et financier (Commission Porter). Peut-être vous demandez-vous déjà, à notre époque où le genre est fluide, pourquoi j'insiste à ce point sur sa féminité quand le législateur ne le fait pas, et que l'on pouvait encore lire alors, à propos de son conseil d'administration : « Les qualités premières des administrateurs doivent être l'intelligence, la sagesse d'un sain jugement. On trouvera ces qualités, à notre avis, en choisissant des hommes hautement qualifiés venant de milieu[x] et possédant une expérience diversifiés »

* John F. Helliwell, membre du personnel permanent de l'Université de Colombie-Britannique, vient de conclure une année d'enseignement à l'Institute of Advanced Policy Analysis de l'Université de Calgary, à titre de lauréat d'une bourse de chercheur invité Killam, et a été conseiller spécial à la Banque du Canada d'août 2003 à juillet 2004.

(Commission Porter, p. 625-626). D'abord à cause de sa parenté indéniable avec la Banque d'Angleterre — la vieille dame de Threadneedle Street —, que le rapport Macmillan a établie en 1933, et que plusieurs des témoins qui se sont présentés devant la Commission ont rappelée. Ensuite, parce que cette féminité m'a été confirmée à l'automne 1965, lorsque, nouvelle recrue du département des Recherches de la Banque, je travaillais à la conception d'un modèle structurel du marché des changes¹. Pour mieux saisir le fonctionnement de ce marché, j'avais décidé de passer un après-midi dans la salle des opérations interbancaires sur devises, à Montréal. La séance plutôt houleuse s'était conclue sur un « elle en prend 50 » (unités de 100 000 dollars É.-U.), et il va sans dire que tous savaient qui ce « elle » désignait. Voilà ce qui pour moi régla la question du genre une fois pour toutes, mais je suis en train de brûler les étapes.

À la veille de ses 30 ans, ses parents, estimant qu'il était temps pour elle de penser à son avenir, mirent sur pied, fin 1961, la Commission royale d'enquête sur le système bancaire et financier (Commission Porter).

Dans la présente rétrospective², les témoignages que la Commission Porter a entendus et ses propos sur l'orientation de la recherche en politique monétaire tiennent une grande place. Les vues de la Commission en la matière lui ont été inspirées par les mémoires soumis par la Banque elle-même (Banque du Canada, 1962). L'unique évocation qu'on y trouve de l'affaire Coyne apparaît au communiqué du gouverneur Rasminsky du 1^{er} août 1961 (appendice du Mémoire II, p. 26-27), dans lequel ce dernier estimait que « la Banque du Canada était responsable de la politique monétaire en temps normal, mais que le gouvernement avait le droit et le devoir, s'il désapprouvait cette politique, de prescrire à la Banque celle qu'elle devait suivre » (Commission Porter, p. 616). Le gouverneur précisa par la suite, comme l'ont d'ailleurs fait ses

1. Le taux de change était déterminé au point d'intersection d'équations de la demande excédentaire nette, privée et officielle, de devises, définies et estimées séparément (Helliwell, 1969).

2. Pour la publication du présent article, mon travail de révision a grandement profité des confirmations, modifications et corrections dont Fred Gorbet, George Post et Ian Stewart ont eu la gentillesse de me faire part.

successeurs, que pareilles instructions provoqueraient sa démission sur-le-champ. On le devine, jamais instructions en ce sens ne furent émises.

Les mémoires de la Banque portent essentiellement sur ce que celle-ci et la Commission décrivent comme l'approche fondée sur « les conditions de crédit » pour la conduite de la politique monétaire. Le rapport de la Commission Porter avait été devancé par le rapport Radcliffe au Royaume-Uni et par les travaux de la commission sur la monnaie et le crédit aux États-Unis, et doit peut-être en partie à ces prédécesseurs d'avoir réussi un portrait plus complet et cohérent des objectifs, de la structure et des contraintes de la politique monétaire. Les conditions de crédit « se reflètent dans la disponibilité du crédit de même que dans le rendement réel de diverses valeurs » (Banque du Canada, 1962, p. 12). Il ressort clairement des mémoires de la Banque que les conditions de crédit devaient être assimilées à des variables endogènes, influencées par la structure des marchés financiers, les modifications de la demande de biens et de services et, naturellement, les politiques de la Banque, qui se transmettaient principalement par l'entremise des fluctuations des réserves-encaisse (Banque du Canada, 1962, p. 31). On considérait que la politique monétaire faisait partie d'un ensemble plus vaste de politiques en matière de budget, de monnaie et de gestion de la dette tenant compte du « degré d'utilisation de la main-d'œuvre et des autres facteurs de production au pays, de la pression sur le niveau des prix et de l'état des comptes sur le plan des paiements internationaux » (Banque du Canada, 1962, p. 10).

Cette voie d'approche de la politique monétaire, la Commission Porter l'adopta à son tour pour servir d'assise à son enquête, ainsi qu'à d'autres travaux empiriques qu'elle fit entreprendre au sujet des répercussions de la politique monétaire sur les dépenses (Commission Porter, chapitre 21 et volume annexe); elle lui sembla être aussi plus indiquée pour la conception des mécanismes de la politique monétaire. Le coût et la disponibilité du crédit importaient tout autant, au même titre que la structure des taux d'intérêt. Comme il fallait s'y attendre, la gestion de la dette fit l'objet d'un mémoire séparé (Mémoire IV) et d'une étude que la Commission commanda à Jacques Parizeau, peu après l'emprunt de conversion de 1958, qui a été l'une des rares opérations d'allongement de l'échéance de la dette à avoir une incidence sur le plan macroéconomique³.

3. Comme allaient le révéler les simulations du RDX2 (Helliwell, Christofides et Lester, 1976).

Le groupe consultatif que la Commission forma en 1962 rassemblait une fraction impressionnante des plus éminents spécialistes de la macroéconomie et de l'économie monétaire du pays. Par l'un de ces heureux hasards que les optimistes tiennent pour acquis de la même manière que les économistes postulent la perfection de l'information, on m'avait invité, jeune novice parmi la suite du représentant de l'Université de la Colombie-Britannique, John Young, qui, avec Don Daly et le représentant de la Banque, Bob Johnstone, codirigeait la recherche sous la présidence de Bill Hood, alors de l'Université de Toronto. Harry Johnson, qui partageait son temps entre Chicago et la London School of Economics, passa l'été dans les locaux de la Commission (à l'angle des rues Yonge et St. Clair, à Toronto) et y produisit avec John Winder une analyse économétrique préliminaire des décalages dans la transmission de la politique monétaire. Grant Reuber de l'Université Western Ontario s'y trouvait aussi, planchant sur son estimation novatrice des fonctions de réaction de la politique monétaire (Reuber, 1964), qui furent étoffées plus tard dans les modèles RDX de la Banque, bien avant qu'elles deviennent connues sous le nom de règles de Taylor.

Ron Shearer étudiait la balance courante et, ce faisant, découvrit que les gnomes de Zurich étaient en réalité les trésoriers des entreprises importatrices et exportatrices qui modifiaient radicalement leurs habitudes d'achat et de vente de devises en périodes d'incertitude (Commission Porter, p. 339-340; Young et Helliwell, 1964, chapitre 11). Et incertains, les temps l'étaient assurément depuis que, le 2 mai 1962, le Canada avait mis fin à onze années de régime flottant, sensiblement pour les mêmes raisons que celles qui avaient présidé à leur inauguration, c'est-à-dire afin de conjurer l'incertitude. Le Canada avait adopté un taux de change flottant, car les autorités ne s'entendaient pas sur le taux fixe qui aurait convenu aux marchés. Finalement, début 1962, du moins à ce qu'on m'a relaté, le ministre des Finances voulait avoir l'assurance que le dollar canadien, si on le laissait flotter librement (les réserves fondaient à vue d'œil en avril alors même que le gouvernement tentait de manière officieuse de maintenir une parité de 95 cents américains), ne descendrait pas sous les 90 cents américains. Les responsables ne pouvant donner cette assurance, même s'ils étaient persuadés que le taux d'équilibre se situait bien au-dessus de ce niveau, il fut décidé d'arrimer le dollar canadien. Et selon toute apparence, on retint le taux fixe de 92,5 cents simplement parce qu'il se situait à mi-chemin entre les 95 cents que les autorités défendaient et la barre des 90 cents au-dessous

de laquelle nul ne voulait voir la monnaie canadienne tomber.

[La découverte de] l'importance des règles empiriques dans les décisions d'investissement [...] nous prépara au constat, maintes fois confirmé par la suite, selon lequel un coût très lissé du financement domine toujours les mesures plus immédiates des taux d'intérêt dans les estimations.

La principale étude empirique produite par la Commission Porter, sous la direction de John Young, consistait en une vaste enquête sur les effets de la politique monétaire, conduite par courrier et par entrevues auprès des entreprises. Les entretiens avec les présidents et les trésoriers des plus grandes sociétés du pays permirent de rendre compte directement de près de la moitié des dépenses d'investissement effectuées au Canada. Pour le reste, le Bureau fédéral de la statistique procéda à un échantillonnage stratifié. L'on a reproché à ces entretiens leur simplification des décisions complexes, mais la qualité de l'éclairage qui en ressortit fut notable. Dans les décisions d'investissement par exemple, l'importance des règles empiriques qu'ils ont révélée nous prépara au constat, maintes fois confirmé par la suite, selon lequel un coût très lissé du financement domine toujours les mesures plus immédiates des taux d'intérêt dans les estimations économétriques des dépenses d'immobilisation des entreprises. Par ailleurs, il nous a été facile de voir, grâce surtout aux réponses des entreprises de plus petite taille, à quel point le resserrement des conditions d'octroi des prêts bancaires menait assez vite à des compressions de stocks. Mais le plus utile, pour revenir au climat d'incertitude, fut le fait que les cadres de direction avaient encore en mémoire deux périodes où l'argent était rare : 1956-1957 et 1959; en outre, il faut se rappeler que la crise de changes de mai 1962 était survenue au moment même où s'élaborait le questionnaire de la Commission Porter et qu'elle s'était accompagnée d'un spectaculaire, quoique bref, durcissement monétaire.

Le questionnaire et les entrevues nous conduisirent partout, et m'amènèrent à faire la connaissance des amis de John Young à Ottawa : Gerry Bouey, alors à la

tête de l'équipe de 72 personnes (bibliothécaires et personnel administratif compris) du département des Recherches de la Banque, dont les bureaux se trouvaient dans le bâtiment temporaire de la rue Sparks, et Simon Reisman, à l'époque en poste au ministère des Finances. C'est ainsi que je fus présenté à la jeune dame de la rue Wellington, que je côtoyai aussi indirectement par l'entremise de son représentant Bob Johnstone — et plus tard Al McKay — à la Commission Porter.

J'ai expliqué que la façon dont la Banque abordait la politique monétaire — sous l'angle des conditions de crédit — avait fortement influencé la démarche et les conclusions de la Commission Porter. Cette approche a résisté avec brio à l'épreuve du temps, s'accordant parfaitement avec ce qui m'apparaît constituer la fine pointe des travaux contemporains sur l'incidence de la politique monétaire. En retour, la Commission interrogea la Banque sur la stratégie qu'elle comptait suivre pour mieux se préparer à l'évolution de la politique monétaire et de la recherche en la matière. La Commission jugea que l'approfondissement de la formation en recherche et l'élargissement de l'éventail des outils nécessaires obligerait la Banque à recourir davantage à des compétences externes, à la faveur de programmes d'été et d'affectations temporaires. Elle pensait qu'il serait possible de « voir la Banque créer de temps à autre des bourses, afin de favoriser des études sur les marchés et la politique financière dont la Banque pourrait bénéficier » (Commission Porter, p. 630). Ce volet est aujourd'hui bien présent, encore qu'avec un décalage d'une quarantaine d'années que même Harry Johnson et John Winder auraient trouvé long. La Commission approuva par ailleurs la suggestion du gouverneur, qui souhaitait engager la Banque dans plus d'analyses économétriques et d'études à propos des effets de la politique monétaire sur les décisions en matière de dépenses. La Commission Porter formula aussi le vœu (p. 630) que « la Banque n'hésitera pas à publier davantage les résultats de ses propres travaux internes de recherche ou de statistique, dans le cadre d'un programme permanent pour améliorer l'information monétaire et financière au Canada ».

Voilà pourquoi lorsqu'elle atteignit l'âge de 30 ans au milieu des années 1960, époque où la jeunesse était invitée à « ne jamais faire confiance aux plus de 30 ans », la Banque commença à se doter de capacités pour la recherche quantitative. George Post avait déjà été recruté à cette fin, son doctorat — dont la thèse portait sur l'économétrie de l'investissement — à peine en poche; je débarquai pour ma part à l'automne 1965, alternant mon travail à la Banque avec mes engage-

ments au Collège Nuffield d'Oxford⁴. Le début de l'année 1966 fut marqué par l'arrivée d'Ian Stewart, venu de Dartmouth pour assumer à plein temps la responsabilité de la modélisation, et par celle de Larry Officer et de Harold Shapiro, économistes universitaires, à titre d'experts-conseils. Tous trois avaient conçu pour leur thèse respective de doctorat des modèles économétriques du Canada. George Post pilotait la création d'une banque de données informatisées, et Mike McCracken était en train de mettre au point un logiciel d'économétrie au Conseil économique du Canada. La Banque entreprit une première modélisation à l'été de 1966. L'été suivant, nous envoyions par autocar de nuit des boîtes de cartes à perforer, que le personnel du centre informatique de l'Université de Montréal nous retournait le matin, la première carte mal perforée placée verticalement dans sa boîte. Nous travaillions alors dans le bâtiment qu'on peut voir tout juste à gauche de la Banque, sur la photo prise depuis la rue Wellington. Parfois, les équipes de la modélisation partaient passer la nuit à l'Université de Montréal pour accélérer les envois quotidiens. En ces temps-là, la célèbre maxime de Boileau, un peu oubliée en cette ère d'instantanéité, avait tout son sens : « Vingt fois sur le métier, remettez votre ouvrage [...] »



Rue Wellington (vers 1963). (Photo reproduite avec la permission du Service des archives de la Banque du Canada, PC 300.5-236)

Le travail avançait beaucoup plus vite lorsque la Banque s'équipa d'un terminal relié à distance par modem à un ordinateur de l'Université de Salt Lake City. Il

4. George Post m'a rappelé que la table avait été mise pour nous, si l'on considère la somme de recherches quantitatives que Peter Cornell, Bernie Drabble, Dave McQueen et d'autres avaient déjà effectuées à la Banque.

demeura tout de même difficile de transmettre tout un ensemble de cartes sans perdre la communication, et l'on devait ravitailler les équipes de nuit par pleines boîtes de biscuits. Je dois dire toutefois que le bien-être s'évalue, comme je l'ai appris depuis, en comparant sa condition du moment à celle de ses débuts et à ce que l'on pouvait légitimement s'attendre à accomplir. Nous étions contents de notre sort, comme de nos progrès.

Notre premier modèle concernait une économie ouverte et était de type Meade-Mundell-Fleming. L'offre y était représentée par une courbe de Phillips dotée d'anticipations. Le modèle comportait également des équations détaillées sur les marchés immobiliers résidentiels et hypothécaires, ainsi qu'une fonction de réaction de la politique monétaire servant à établir le taux d'intérêt à court terme.

Notre premier modèle concernait une économie ouverte et était de type Meade-Mundell-Fleming. L'offre y était représentée par une courbe de Phillips dotée d'anticipations. Le modèle comportait également des équations détaillées sur les marchés immobiliers résidentiels et hypothécaires, ainsi qu'une fonction de réaction de la politique monétaire servant à établir le taux d'intérêt à court terme⁵. Même George Freeman, pourtant le membre de la direction le plus acquis à nos efforts de modélisation, trouva que nous étions peut-être allés trop loin : « Comment peut-on réduire l'art complexe de la prise de décision à la Banque à une simple équation? » Pour notre part, nous estimions en tant que chercheurs que, si ces décisions avaient le caractère systématique que nous croyions, une équation permettrait d'en dégager les principaux déterminants historiques. Si par contre nous avions simplement affaire à un processus aléatoire, rien n'en sortirait, aussi pourquoi ne pas s'essayer? Nous parvînmes à

5. Nous n'avons pas même envisagé d'employer la version à mobilité parfaite des capitaux que l'on retrouve si fréquemment dans les études théoriques ultérieures, dans la mesure où cette version du modèle donnait déjà à l'époque des résultats fortement contredits par les données.

un compromis en poursuivant comme prévu et, pour éviter de prêter le flanc à des remarques embarrassantes, en prenant la précaution d'accompagner la fonction de réaction de notre modèle du titre vague d'« équation du taux d'intérêt à court terme ». Si la Banque avait été plus hardie, les règles de Taylor auraient peut-être porté le nom de « règles de Rasminsky ». Avec ses prix quasi fixes à court terme et flexibles à long terme, le modèle offrait dans le court terme des possibilités d'arbitrage pour la conduite de la politique économique qui disparaissaient à long terme (comme l'ont expliqué Helliwell, Officer, Shapiro et Stewart en 1969).

Le modèle fut d'abord baptisé HOSS, d'après les initiales du patronyme de ses principaux concepteurs, mais, pour ce qui était de son utilisation, les paris restaient ouverts. Une appellation plus officielle s'imposait si l'on voulait faire de ce dernier le navire amiral de notre trentenaire, de plus en plus sophistiquée, de la rue Wellington. Lui accoler les initiales RD par référence à *Research Department* parut trop compromettant au premier sous-gouverneur Robert Beattie, qui pensait que RDX refléterait mieux la nature expérimentale de ce travail. On opta donc pour RDX1, avant que Paul Bradley, un ancien ingénieur-chimiste, ne vienne nous rappeler qu'un explosif s'appelait déjà RDX. Ainsi qu'on pouvait s'y attendre, quand fut venu le temps de publier une série de documents sur le modèle en 1969 et de mettre comme promis à la disposition des autres chercheurs les travaux de notre institution, le sous-gouverneur s'exclama : « N'est-il pas prématuré de publier un modèle qui reste au stade expérimental? » Mais George Freeman eut le dernier mot, et ainsi commença la publication de travaux de recherche du personnel de la Banque du Canada⁶.

Les documents sur le modèle RDX1 n'étaient pas encore publiés que son successeur, RDX2, était déjà en construction. À l'origine, nous avons pensé adopter pour ce nouveau modèle non pas une approche globale comme pour son prédécesseur, mais plutôt une perspective sectorielle; c'est pourquoi de nombreux travaux de modélisation sectorielle avaient été mis en branle. Toutefois, cette désagrégation aurait nettement limité le développement d'une intégration, plus complète et plus poussée, de l'offre au sein de l'économie, de propriétés dynamiques cohérentes en courte comme en longue période, d'un système financier intégré, ainsi que de liens plus riches et plus

6. Les sept premières études de la série ont dépeint les modèles RDX et leurs assises théoriques. La publication des travaux de la Banque et le lancement de la *Revue de la Banque du Canada* à la même époque ont permis à l'institution de concrétiser sa volonté d'élargir et d'ouvrir le corps de recherches quantitatives déjà consacrées à la macroéconomie au Canada.

étroits avec d'autres économies. Vu sous cet angle, le choix était facile à opérer. Le volet constitué de l'ensemble des entreprises devint la composante principale du secteur privé dans le modèle RDX2, les équations relatives aux demandes de facteurs étant tirées méthodiquement de la modélisation hiérarchique des comportements en matière de minimisation des coûts. Ce même volet a servi de base à la création d'un ensemble cohérent d'équations décrivant comment les prix sont établis et comment l'emploi, la moyenne des heures travaillées et les taux d'utilisation des facteurs (ou, ce qui revient au même, le rythme d'accroissement ou de diminution des stocks) réagissent à des variations inattendues de la demande ou de la rentabilité. RDX2 a été le premier — et demeure peut-être le seul — modèle à intégrer une hiérarchie des demandes de facteurs (heures et intensité d'utilisation comprises) fondée sur leurs rythmes et coûts d'ajustement relatifs.

RDX2 a été le premier — et demeure peut-être le seul — modèle à intégrer une hiérarchie des demandes de facteurs (heures et intensité d'utilisation comprises) fondée sur leurs rythmes et coûts d'ajustement relatifs.

Les modèles RDX1 et RDX2 se distinguaient tous deux de ceux qui les avaient précédés par leur représentation détaillée du secteur public, un traitement séparé étant réservé aux principales composantes des dépenses et des recettes des administrations fédérale et provinciales (ainsi que municipales). Le traitement explicite des forces agissant sur la demande et sur les politiques publiques qui régissent l'évolution des soldes budgétaires — appliqué pour la première fois dans le cadre des recherches que Fred Gorbet effectuait pour sa thèse de doctorat — nous permit d'étudier le comportement des stabilisateurs automatiques de manière plus réaliste que par le passé, même si nous restions tributaires de la structure dynamique inhérente au modèle, qui constitue toujours l'élément le plus difficile à circonscrire (Helliwell et Gorbet, 1971).

Tandis que la représentation de l'économie réelle s'appuyait sur la littérature émergente qui tentait de formaliser de manière cohérente l'offre de biens et services et les demandes de facteurs, les liens entre les

sphères financière et réelle s'inspiraient du cadre d'équilibre général applicable à la théorie monétaire que Tobin avait énoncé en 1969. Fort du succès des modèles de portefeuille innovateurs de Gordon Sparks (qui incluaient notamment des indicateurs du déséquilibre des portefeuilles pour rendre compte des effets de la disponibilité du crédit sur les dépenses d'investissement), le modèle RDX2 fut la première et probablement la seule incarnation à l'échelle d'une économie de la théorie de Tobin relative à la décision d'investissement, fondée sur la valeur du ratio q , et au coût du capital offert (Tobin, 1969), ce dernier dépendant des cours des marchés obligataires et boursiers. Le coût du capital offert était établi à la fois en termes nominaux et réels, l'écart entre les deux valeurs étant donné par le taux attendu de variation de l'indice des prix à la consommation — lui-même endogène, puisqu'il dérivait de la modélisation des demandes relatives de titres de dette et d'actions.

La constitution d'un jeu complet de valeurs comptables et marchandes assorties pour le stock de capital des entreprises fut laborieuse, tout comme le furent la mesure et la mise en équation des ratios de participation étrangère et nationale au capital des sociétés, ces ratios étant nécessaires à l'analyse des flux internationaux liés aux services du capital. Il aurait sans doute mieux valu automatiser davantage ces processus de regroupement des données dès le départ, car, pendant les années qui suivirent, il s'avéra difficile de les tenir à jour compte tenu du roulement du personnel.

Le modèle RDX2 était conçu pour formaliser les liens entre pays dans quatre grands domaines, soit les échanges de biens et services, les mouvements de capitaux (investissements directs et de portefeuille), les flux migratoires et la détermination des taux de change. Or, lorsque ce modèle est entré en service en 1971, le Canada avait adopté de nouveau un régime de changes flottants, et nous avons dû faire des pieds et des mains pour le rendre exploitable aussi bien avec un taux de change fixe qu'avec un taux de change flottant (Helliwell et Maxwell, 1972). Compte tenu des liens très étroits qu'entretiennent le Canada et les États-Unis sur le plan des échanges commerciaux et des marchés des capitaux, et tirant parti du modèle américain MPS alors en construction⁷ (qui était assez analogue à notre modèle, quoique beaucoup plus fermé), nous avons décidé de distinguer les flux de biens, de services, de capitaux et de personnes entre le

7. Ce modèle était connu sous plusieurs noms, entre autres, MPS pour Michigan, Penn, et le U.S. Social Sciences Research Council; et MIT-Fed, pour MIT et Federal Reserve Board. Il devint le modèle macroéconométrique le plus utilisé à la Réserve fédérale américaine.

Canada et les États-Unis des flux correspondants entre le Canada et le reste du monde. Les premiers étaient alors liés à des variables endogènes au modèle MPS américain, alors que les derniers étaient liés aux agrégats pertinents des variables concernant le reste du monde. Lors de mon dernier séjour à la Banque, en 2003 et 2004, j'ai déploré poliment (du moins, je l'espère) le fait que la Banque exploite maintenant, dans différents départements, des modèles américains et canadiens conçus séparément et n'ayant pas de lien explicite entre eux. Certaines choses sont plus faciles à réaliser avec de petites équipes de recherches.

En 1971, lorsque le modèle RDX2 fut achevé, la Banque avait fini par gagner la maturité intellectuelle qu'elle visait, et nos travaux furent présentés aux congrès internationaux et régionaux de la Société d'économétrie, en Australie, en Nouvelle-Zélande, au Royaume-Uni et aux États-Unis. L'équipe du projet RDX tirait largement parti d'une combinaison efficace de chercheurs à plein temps ou à temps partiel et d'étudiants qui nous prêtaient main-forte et dont certains devinrent par la suite des économistes de renom (dont un reçut par la suite un prix Nobel), des recteurs de grandes universités, des sous-ministres, et bien sûr, des dirigeants de la Banque du Canada⁸. Les partenariats se multipliaient avec des équipes de modélisation d'autres banques centrales, et le Projet Link en était à ses tout débuts. Le lien bilatéral qui existait entre les modèles RDX2 et MPS ne faisait pas partie de la structure prévisionnelle du Projet Link⁹, mais il y fut incorporé parce que

8. Fred Gorbet se permet d'ajouter : « Mon principal commentaire est que tu n'évoques pas ce qui, selon moi, est l'une des contributions les plus importantes que la Banque du Canada a pu apporter grâce à ses efforts de modélisation avant-gardistes. Elle a, en effet, servi de centre de création d'un capital intellectuel qui s'est diffusé par la suite dans les sphères où l'on élabore les politiques publiques en permettant le passage, de la Banque au gouvernement, de personnes telles que George, Ian, moi-même et une foule de jeunes chercheurs brillants du Québec, en particulier, qui étaient très attirés par la rigueur intellectuelle entourant les recherches entreprises par cette institution et qui retournèrent ensuite dans leur province pour y occuper des postes de très hauts fonctionnaires. Michel Caron, Gilles Godbout, Jean-Guy Turcotte, Jean St-Gelais et Henri Paul Rousseau sont des noms qui me viennent immédiatement à l'esprit, mais il y en a bien d'autres. Il s'agit là d'un service très important que la Banque a rendu à la collectivité en tenant un rôle de précurseur dans le domaine de la modélisation. » Je partage tout à fait cet avis. La Banque avait fait preuve d'une grande perspicacité en embauchant des étudiants qui, comme moi, n'avaient pas encore terminé leur thèse de doctorat, et en leur procurant le temps, l'espace et le soutien (intellectuel et autre) nécessaires pour le faire.

9. Placé sous la houlette de Lawrence Klein, le premier grand rassemblement mondial du Projet Link se tint en 1969, à Hakone, au Japon. Stephen Goldfeld (1974, p. 279) avait fait observer, chose qui m'a été confirmée de source sûre par Ian Stewart, que le modèle RDX2 comptait à lui seul davantage de lignes de programmation que tous les autres modèles du Projet Link réunis. Les modèles nationaux utilisés les premières années dans le cadre de ce projet sont décrits dans Ball (1973), qui consacre également un chapitre au lien bilatéral existant entre les modèles RDX2 et MPS.

c'était le seul projet de modélisation international qui prévoyait des liens non seulement dans le domaine des biens, mais aussi dans ceux des services, des investissements directs ou de portefeuille et de la détermination du taux de change, domaines que nos confrères souhaitaient fort explorer lorsque les données et les ressources le permettraient.

En 1971, lorsque le modèle RDX2 fut achevé, la Banque avait fini par gagner la maturité intellectuelle qu'elle visait.

En très peu d'années, la Banque passa donc carrément du stade de la jeunesse à celui de la maturité intellectuelle. Du fait en particulier qu'elle s'était adjoint le concours actif de chercheurs universitaires, l'institution et les recherches qu'elle avait entreprises s'illustrèrent sur la place publique de façons qui, même avec le recul, semblent plutôt aventureuses. Ainsi, en 1970, alors que je travaillais à plein temps à la Banque grâce à une bourse de recherche Killam du Conseil des Arts du Canada, je prenais parfois congé pour remplir la mission d'expert que m'avait confiée le Comité des finances de la Chambre des communes, qui se penchait alors sur un projet de réforme fiscale. Nous avons même élaboré à la Banque, puis publié, un modèle d'équilibre général stochastique (Helliwell, 1968) destiné à simuler les répercussions macroéconomiques des propositions de réforme fiscale très controversées de la Commission royale d'enquête sur la fiscalité. Faisant preuve d'une grande ouverture d'esprit, Gerald Bouey et George Freeman estimaient qu'il devrait être possible de maintenir intactes la réputation et l'indépendance de la Banque en dépit des engagements à l'externe de ses chercheurs à temps partiel. Il semble bien que leur optimisme était justifié.

À peine mis en service, le modèle RDX2 fut vite entraîné dans l'arène politique. Moins d'un mois après le choc provoqué par Nixon, le 15 août 1971, la Banque fédérale de réserve de Boston tint son congrès annuel, placé fortuitement à cette occasion sous le thème des relations financières entre le Canada et les États-Unis. Le gouverneur Andrew Brimmer, de la Réserve fédérale, s'était vu confier la tâche ingrate de défendre l'imposition de surtaxes à l'importation au Canada dans le

but de convaincre des pays tiers de réévaluer leur devise (Brimmer, 1971). Étant donné que le Canada avait renoué avec un régime de changes flottants depuis une année déjà et que sa monnaie avait déjà été réévaluée par les marchés, les Canadiens présents dans la salle, dont le sous-gouverneur Bill Lawson et George Post, étaient enclins à crier à l'injustice. Grâce aux efforts redoublés d'Ian Stewart, une simulation produite à l'aide du modèle RDX2 (Helliwell, 1971) démontra que Brimmer avait tort de s'attendre à ce que l'appréciation enregistrée en 1970 par le dollar canadien ait des effets plus immédiats sur la balance courante bilatérale. Les résultats avancés par les Canadiens étaient bien plus convaincants que ceux qu'invoquaient les États-Unis pour défendre leur nouvelle politique. Les participants des deux pays étaient favorablement impressionnés par la robustesse des assises de la recherche canadienne et notre capacité de produire à la demande une simulation des conséquences de la mesure américaine sur la balance courante bilatérale et le compte de capital. Le modèle RDX2 eut encore un rôle à jouer à deux autres congrès de la Banque fédérale de réserve de Boston. Le premier d'entre eux, en 1974, avait pour thème les aspects internationaux des politiques de stabilisation. C'était l'occasion idéale de montrer comment la transmission bilatérale des politiques monétaire et budgétaire pouvait être influencée par de nouvelles façons de modéliser les échanges, les mouvements de capitaux, les taux de change et les flux migratoires. Bien que les résultats qualitatifs générés fussent considérés comme utiles et que la migration endogène se révélât être un canal plus important qu'on aurait généralement pu prévoir, Stephen Goldfeld fit remarquer que les résultats des simulations dépendaient largement — en particulier dans le cas du MPS — de la dynamique du modèle, qu'il était difficile d'asseoir sur des fondements théoriques ou empiriques solides. À mon avis, c'était là le principal point faible des grands modèles trimestriels (qu'ils incorporent ou non des anticipations endogènes); des changements relativement mineurs des caractéristiques propres au modèle pouvaient en effet se traduire par des réactions dynamiques fort différentes, même si les propriétés de l'équilibre à long terme étaient bien circonscrites à l'aide de restrictions adéquates. Cette inaptitude à différencier de manière probante entre divers sentiers d'ajustement à court terme explique en partie pourquoi de nombreux modélisateurs, aussi bien à l'extérieur qu'au sein de la Banque, ont par la suite été conduits à accorder plus de poids aux données annuelles et à imposer plus explicitement des structures intégrant

des anticipations prospectives dans les cas où celles-ci sont compatibles avec les données.

Presque aussitôt après la naissance du modèle RDX2 et le choc Nixon qui marqua le début de l'écroulement du système de Bretton Woods, les prix des produits de base — et surtout ceux du pétrole — avaient entamé une ascension, qui, attisée par le conflit israélo-arabe, aboutit rapidement au triplement des cours mondiaux du pétrole durant la période 1973-1974. La question qui préoccupait alors les constructeurs de modèles, et les autorités monétaires, était de déterminer si celui-ci devait être traité comme un choc de prix avec lequel il fallait composer ou plutôt comme un mouvement qui devait être compensé par la chute d'autres prix nominaux de manière à préserver la stabilité du niveau général des prix. De façon générale, les banques centrales de par le monde traitèrent ce choc comme s'il était ponctuel, et étaient prêtes à assouplir les conditions monétaires pour en amortir partiellement les répercussions immédiates sur la production globale et l'emploi, espérant que les salaires ne déclencheraient pas une hausse en spirale. Il n'était pas aussi courant à l'époque d'utiliser des indices des prix dépouillés des composantes les plus volatiles et d'établir des arbitrages susceptibles de limiter l'incidence du niveau des cours pétroliers tout en garantissant à ceux qui déterminent les salaires et les prix que le renchérissement des produits de base non énergétiques ne s'accélérait pas.

Qu'un peu de stagflation apparaisse dans le sillage d'une flambée des cours du pétrole était inévitable; le problème était plutôt de savoir comment gérer les politiques monétaires et, surtout, les attentes relatives à la politique monétaire. Nous voyons, rétrospectivement, qu'il n'aurait pas fallu tenter d'absorber aussi complètement les premiers chocs pétroliers. Une fois que les taux d'inflation commencèrent à avoisiner les 10 %, les agents se mirent à modifier la façon dont ils formaient leurs attentes, détournant leur attention du niveau des prix pour la porter sur le taux d'inflation, puis se focalisant sur le rythme de variation du taux d'inflation.

La stagflation des années 1970 incita la Banque fédérale de réserve de Boston à intituler sa conférence d'Edgartown de 1978 « L'ère post-courbe de Phillips : persistance de hauts niveaux d'inflation et de chômage » [traduction]. C'est à cette occasion que Lucas et Sargent (1978, p. 50) firent leur assertion selon laquelle les modèles macroéconomiques modernes n'étaient d'*aucun* secours pour orienter les politiques publiques, et qu'on ne pouvait remédier à ces problèmes par des modifications inspirées

des pistes de recherches poursuivies. Mis au défi par Ben Friedman de préciser en quoi les prédictions des modèles macroéconomiques auraient été « terriblement erronées », ils rétorquèrent qu'en 1970, les principaux modèles avaient laissé croire qu'une croissance de 4 % pourrait s'accompagner d'un taux d'inflation de 4 %. Pour un chercheur qui, comme moi, se fonde sur l'analyse factuelle, ce fut une révélation d'apprendre qu'en comparant, toutes choses égales par ailleurs, des propriétés d'un modèle avec une période de l'histoire des plus mouvementée sur le plan économique, on pouvait faire voler en éclats toute une piste de recherches empiriques. À cette même conférence, j'avais été chargé, en tant que commentateur de l'article de Lawrence Klein, d'évaluer dans quelle mesure les modèles nationaux du Projet Link pouvaient prévoir, à partir de 1973, la stagflation qui fut observée entre 1974 et 1976. Le fait est qu'ils la prédisaient tous, même s'ils étaient parfois en deçà de la réalité. En effet, tous ces modèles étaient capables de saisir les grandes implications d'un choc lié à l'offre en termes de stagflation, bien qu'à l'époque, on disposait de peu de résultats empiriques pour pouvoir modéliser des attentes dont le mode de formation se modifiait. J'en conclus donc qu'une meilleure représentation des attentes d'inflation était indispensable à l'ensemble des modèles, et que le volet relatif à l'offre de la plupart d'entre eux devait être affiné pour gérer les fluctuations des cours pétroliers. Mais d'éléments ou d'indices étayant ce qu'avaient affirmé Lucas et Sargent à la séance précédente, je n'en trouvai aucun.

Ce qui me surprenait encore davantage, c'est que l'approche du cycle réel de Lucas et Sargent, qui reposait sur une optique d'équilibre, devait s'appuyer non pas sur l'estimation et la confrontation statistique de différentes structures, mais plutôt sur la possibilité — ou l'impossibilité — d'utiliser une version calibrée de leur modèle théorique pour générer des distributions de variables endogènes qui ressemblent un peu aux distributions réelles. Autant dire que ce mode opérationnel me semblait très éloigné des canons de la science sociale empirique. Aussi, lorsque je finis par me rendre compte que le noyau du modèle de cycles réels lié à la production était implicitement intégré au secteur de l'offre du modèle RDX2, il me fut aisé de procéder à des tests d'hypothèses imbriquées et de montrer, avec des seuils de signification remarquablement élevés, que les résidus dits de Solow qui devaient représenter des changements technologiques exogènes intégraient en fait la majeure partie de la variance de la production, ce qui s'expliquait facilement

à l'aide du cadre d'utilisation des facteurs du modèle RDX2 (Helliwell, 1986).

Car une analyse des coûts et des avantages menée en parallèle montra rapidement que le supposé besoin immédiat de ces ressources énergétiques encore inexploitées n'était aucunement fondé.

Au lendemain du premier choc pétrolier, la Banque approchait la quarantaine. Le Canada avait été protégé en partie par son régime de changes flottants, mais devait à présent faire face à l'augmentation des taxes d'accise liée au renchérissement du pétrole. Le gouvernement fédéral prit alors la décision d'imposer un gel provisoire des prix du pétrole d'origine nationale, une mesure dont les effets mirent des années à se dissiper. Les exportations de pétrole et de gaz canadiens étaient taxées et limitées, et l'Office national de l'énergie, les gouvernements provinciaux et fédéral et le secteur des hydrocarbures s'entendaient sur le fait que, en dépit des hausses des prix, la production chiffrée de pétrole et de gaz au pays reculait. Pour eux, il devenait essentiel de faire aboutir le projet de gazoduc de la vallée du Mackenzie pour satisfaire les besoins nationaux d'ici 1980. Sous l'impulsion d'étudiants vivement intéressés par la modélisation des effets macroéconomiques d'un si vaste projet, le modèle RDX2 se vit adjoindre un secteur « pipeline », qui fut élaboré à l'Université de la Colombie-Britannique. Or, les résultats ne tardèrent pas à se retrouver entre les mains de responsables gouvernementaux. Il fallait donc vraiment que la Banque applique sa politique, énoncée quelque temps plus tôt par Gerald Bouey, selon laquelle l'usage qu'elle faisait de ses propres modèles et recherches devait être nettement séparé de celui qu'en faisaient d'autres institutions. C'était tout aussi bien ainsi, car une analyse des coûts et des avantages menée en parallèle montra rapidement que le supposé besoin immédiat de ces ressources énergétiques encore inexploitées n'était aucunement fondé. Dans ce contexte, une poignée d'universitaires (Pearse, 1974), armés d'une version adaptée du modèle RDX2, purent faire face à l'Office national de l'énergie

et à la pression énorme du gouvernement et de l'industrie.

Je m'étais étonné à l'époque, et l'ai souvent été par la suite, que la confiance et le respect mutuel que s'accordaient les collaborateurs de la Banque et de l'extérieur fussent suffisamment importants pour que les efforts de modélisation se poursuivent sans encombre pendant toutes les années 1970. J'ai appris depuis, au cours de mes recherches sur les déterminants du bien-être, qu'une telle confiance favorise non seulement la qualité des recherches menées et des politiques formulées, mais aussi le bonheur de toutes les personnes concernées. Cela rend d'autant plus faciles la constitution et le maintien du capital intellectuel

dont la Banque a besoin pour rester à la fine pointe de la recherche macroéconomique. La taille et la maturité grandissantes des équipes de recherche internes démontrait que la Banque pouvait s'affranchir de plus en plus du concours actif de spécialistes provenant d'autres institutions. Sur le plan intellectuel, la jeune dame de la rue Wellington était parvenue à maturité et avait acquis son indépendance. Elle pouvait recruter les meilleurs éléments des universités, offrir des carrières stimulantes aux chercheurs et figurer, dans son domaine, en bonne place aux côtés des plus grands établissements de recherche empirique du monde.

Ouvrages et articles cités

- Ball, R. dir. (1973). *International Linkage of National Economic Models*, Amsterdam, North-Holland.
- Banque du Canada (1962). *Mémoires présentés par la Banque du Canada à la Commission royale d'enquête sur le système bancaire et financier*, Ottawa, Banque du Canada.
- Brimmer, A. (1971). « Structural Changes in the Canadian-American Balance of Payments ». In : *Canadian-United States Financial Relationships*, n° 6 de la collection « Conference Proceedings », Boston, Federal Reserve Bank of Boston, p. 55-70.
- Commission Porter. *Voir Commission royale d'enquête sur le système bancaire et financier*.
- Commission royale d'enquête sur le système bancaire et financier (Commission Porter) (1964). *Rapport de la Commission royale d'enquête sur le système bancaire et financier*, Ottawa, Imprimeur de la Reine.
- Flemming, J. (1976). *Inflation*, Londres, Oxford University Press.
- Goldfeld, S. 1974. « Discussion of Trade, Capital Flows, and Migration as Channels for International Transmission of Stabilization Policies ». In : *International Aspects of Stabilization Policies*, n° 12 de la collection « Conference Proceedings », Boston, Federal Reserve Bank of Boston, p. 279-81.
- Helliwell, J. (1968). « Simulating the Macroeconomic Effects of the Carter Proposals », *Revue canadienne d'économie*, vol. 1, n° 1, p. 233-254.
- Helliwell, J. (1969). « A Structural Model of the Foreign Exchange Market », *Revue canadienne d'économie*, vol. 2, n° 1, p. 90-105.
- (1971). « The Effects of Revaluation on Trade and Capital Flows between Canada and the United States ». In : *Canadian-United States Financial Relationships*, n° 6 de la collection « Conference Proceedings », Boston, Federal Reserve Bank of Boston, p. 83-97.
- (1986). « Supply-Side Macro-Economics », *Revue canadienne d'économie*, vol. 19, n° 4, p. 597-625.
- Helliwell, J., L. Christofides et J. Lester (1976). « The Conversion Loan of 1958: A Simulation Study of Its Macroeconomic Consequences », *Revue canadienne d'économie*, vol. 9, n° 3, p. 425-441.
- Helliwell, J., et F. Gorbet (1971). « Assessing the Dynamic Efficiency of Automatic Stabilizers », *Journal of Political Economy*, vol. 79, n° 4, p. 827-845.
- Helliwell, J., et T. Maxwell (1972). « Short-term Capital Flows and the Foreign Exchange Market », *Revue canadienne d'économie*, vol. 5, n° 2, p. 199-214.
- Helliwell, J., L. Officer, H. Shapiro et I. Stewart (1969). « Econometric Analysis of Policy Choices for an Open Economy », *Review of Economics and Statistics*, vol. 51, n° 4, p. 383-398.

Ouvrages et articles cités (suite)

- Lucas, R., et T. Sargent (1978). « After Keynesian Macroeconomics ». In : *After the Phillips Curve: Persistence of High Inflation and High Unemployment*, Boston, Federal Reserve Bank of Boston.
- Pearse, P., dir. (1974). *The Mackenzie Pipeline: Arctic Gas and Canadian Energy Policy*, Toronto, McClelland and Stewart.
- Reuber, G. (1964). « The Objectives of Canadian Monetary Policy, 1949-61: Empirical “Trade-Offs” and the Reaction Function of the Authorities », *Journal of Political Economy*, vol. 72, n° 2, p. 109-132.
- Tobin, J. (1969). « A General Equilibrium Approach to Monetary Theory », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 1, n° 1, p. 15-29.
- Young, J., et J. Helliwell (avec la collaboration de W. McKay) (1964). The Effects of Monetary Policy on Corporations, annexe du *Rapport de la Commission royale d'enquête sur le système financier et bancaire*, Ottawa, Imprimeur de la Reine.

Discours

Introduction

Dans les trois allocutions publiées dans la présente livraison de la *Revue*, le gouverneur, David Dodge, a traité des facteurs qui contribuent à la vigueur de l'économie canadienne. Dans celle qu'il a prononcée le 9 novembre devant l'Association des MBA du Québec, il a insisté sur l'importance d'un système de pension solide et sur l'appui que celui-ci peut apporter à l'efficacité des marchés financiers et de l'économie dans son ensemble au Canada.

L'augmentation de la productivité au Canada repose sur une répartition plus efficace du travail et du capital de même que sur l'innovation continue en matière de produits et de processus de production. C'est le message qu'a formulé M. Dodge à une conférence organisée le 28 novembre par le Conseil canadien des sociétés publiques-privées. S'adressant à la Chambre de commerce de Regina le 12 décembre, il a affirmé que le bilan économique des quinze dernières années au pays montre l'intérêt d'axer la politique monétaire sur le maintien de l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible.

Les trois discours sont reproduits dans la présente livraison de la *Revue*. Il est possible de consulter le texte intégral des autres discours du gouverneur dans le site Web de la Banque (www.banqueducanada.ca).

- 14 novembre 2005 Allocution au colloque visant à souligner le 80^e anniversaire de la Banque du Mexique, Mexico (Mexique)
- 4 novembre 2005 Allocution au colloque international de la Banque de France, Paris (France)
- 26 octobre 2005 Déclaration devant le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce
- 25 octobre 2005 Allocution à la séance de réflexion des cadres supérieurs de la GRC, Ottawa (Ontario)
- 25 octobre 2005 Déclaration devant le Comité permanent des finances de la Chambre des communes
- 20 octobre 2005 Déclaration à la conférence de presse suivant la publication du *Rapport sur la politique monétaire*
- 22 septembre 2005 Allocution devant la Toronto CFA Society, Toronto (Ontario)
- 9 septembre 2005 Allocution à la Table ronde de Spruce Meadows, Calgary (Alberta)
- 14 juillet 2005 Déclaration préliminaire suivant la publication de la *Mise à jour du Rapport sur la politique monétaire*
- 28 juin 2005 Allocution prononcée devant la Chambre de commerce Canada-Royaume-Uni, Londres (Royaume-Uni)
- 15 juin 2005 Allocution prononcée devant la Chambre de commerce de Winnipeg, Winnipeg (Manitoba)
- 8 juin 2005 Allocution prononcée devant la Chambre de commerce du Canada au Japon, Tokyo (Japon)
- 2 juin 2005 Allocution prononcée devant le Conseil commercial Canada-Chine, Beijing (Chine)
- 30 mai 2005 Allocution prononcée à la Conférence de Montréal, Montréal (Québec)
- 6 mai 2005 Allocution prononcée devant la Chambre de commerce d'Ottawa, Ottawa (Ontario)
- 20 avril 2005 Déclaration préliminaire devant le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce
- 19 avril 2005 Déclaration préliminaire devant le Comité permanent des finances de la Chambre des communes

La conduite de la politique monétaire à l'aide de cibles d'inflation

*Allocution prononcée par David Dodge
gouverneur de la Banque du Canada
devant la Chambre de commerce de Regina
Regina (Saskatchewan)
le 12 décembre 2005*

Je suis heureux d'avoir la possibilité de prendre la parole à Regina à l'occasion du centenaire de la Saskatchewan. Tout au long de 2005, les Saskatchewanais ont célébré les nombreuses contributions remarquables que la province et ses citoyens ont apportées au Canada. Les gouverneurs Gerald Bouey et Gordon Thiessen, deux de mes prédécesseurs, sont des exemples de personnes ayant des racines profondes ici et dont l'apport à la Banque et à notre pays a été inestimable. Au moment où la province fête ses 100 ans, vous pouvez être fiers non seulement de votre histoire, mais aussi de votre économie moderne, de plus en plus diversifiée, garante de succès pour l'avenir.

Cette année, la Banque du Canada a, elle aussi, un événement à commémorer, soit le 70^e anniversaire de sa création. Et, tout comme vous, nous avons pris le temps de célébrer nos contributions à la société canadienne. Dans de telles circonstances, s'il convient de faire un retour en arrière et de retracer son histoire et souligner ses réalisations, il est aussi utile de se tourner vers l'avenir et de réfléchir à son orientation. C'est ce qui m'amène à vous entretenir aujourd'hui de l'une de nos principales responsabilités, c'est-à-dire la conduite de la politique monétaire. J'aimerais vous raconter un pan d'histoire de la Banque et vous dire comment nous avons élaboré notre cadre actuel de mise en œuvre de la politique monétaire. À la Banque du Canada, nous sommes profondément convaincus que la poursuite de cibles d'inflation est le meilleur moyen qui s'offre à nous pour nous acquitter de notre

mandat envers les Canadiens et les Canadiennes. Je veux aussi vous parler un peu de ce qui se profile à l'horizon et des perspectives en matière de cibles d'inflation, au moment où nous nous préparons à renouveler, en 2006, l'entente sur les cibles d'inflation que nous avons conclue avec le gouvernement fédéral.

Le mandat de la Banque

Je dirai d'abord quelques mots sur le mandat qui nous est conféré par la loi. Le préambule de la *Loi sur la Banque du Canada* spécifie que la banque centrale est instituée pour « régler le crédit et la monnaie dans l'intérêt de la vie économique de la nation », ainsi que pour « atténuer, autant que possible par l'action monétaire, les fluctuations du niveau général de la production, du commerce, des prix et de l'emploi, et de façon générale pour favoriser la prospérité économique et financière du Canada ».

*Il est important que les Canadiens
aient l'assurance que la valeur de leur
argent ne s'érodera pas au fil du
temps.*

La question suivante se pose alors : quelle est la meilleure façon pour la Banque de réunir les conditions propices à une croissance durable, compte tenu qu'aux termes de notre mandat, cela doit se faire « autant que possible par l'action monétaire »? À la longue, il est devenu évident que le mode de conduite de la politique monétaire le plus favorable à une expansion économique soutenue consiste à ancrer les attentes concernant le pouvoir d'achat futur de la monnaie. Autrement dit, il

est important que les Canadiens aient l'assurance que la valeur de leur argent ne s'érodera pas au fil du temps. La poursuite de prix intérieurs stables est donc la meilleure contribution que la politique monétaire puisse apporter à la stabilité économique et à la croissance à long terme.

Après la difficile conjoncture inflationniste des années 1970, il est devenu manifeste que les banques centrales devaient concentrer leurs efforts sur la réalisation d'un taux d'inflation bas. Partout dans le monde, les autorités monétaires s'évertuaient à trouver une solution optimale pour y parvenir. À la Banque du Canada, nous tentions de savoir comment l'atteinte de la stabilité des prix pourrait nous aider à accomplir ce que nous voulions faire, à savoir premièrement, comme je viens de le dire, ancrer les attentes des Canadiens concernant le pouvoir d'achat futur de leur monnaie; deuxièmement, élaborer un cadre de conduite de la politique monétaire et, troisièmement, adopter une approche qui aiderait les marchés, les politiciens et le public canadien à comprendre ce que nous faisons et à anticiper les mesures que nous prendrions.

Au cours des années 1980, la Banque s'est employée à mettre au point une telle approche. En 1991, nous avons décidé qu'un régime de cibles d'inflation serait le moyen le plus approprié pour favoriser une croissance vigoureuse et durable de la production et de l'emploi. C'est ainsi que la Banque et le gouvernement du Canada ont convenu d'adopter une série de cibles d'inflation explicites. Je tiens à préciser cependant que la poursuite de telles cibles n'est pas une fin en soi. C'est plutôt, comme je l'ai déjà mentionné, le meilleur moyen que nous ayons pour respecter notre engagement de promouvoir la prospérité économique et financière du Canada.

La version canadienne du régime de cibles d'inflation

Une fois que la Banque et le gouvernement se sont entendus sur le concept des cibles d'inflation, nous avons dû effectuer des choix afin de le mettre en pratique. À l'instar de nombreuses autres banques centrales, nous avons arrêté une cible pour le taux annuel d'inflation. Initialement, nous visions la réduction de ce taux, qui se situait à plus de 5 % en 1991. La cible a été établie de façon à réduire l'inflation progressivement — d'abord, elle devait baisser à 3 % (soit le point médian d'une fourchette allant de 2 à 4 %), à la fin de 1992, puis à 2 % (le point médian d'une

fourchette allant de 1 à 3 %) à la fin de 1995. La cible n'a pas changé depuis. Permettez-moi de vous expliquer certaines des autres décisions clés que nous avons prises en 1991 et les raisons qui ont motivé nos choix au fur et à mesure que nous précisions les caractéristiques de notre régime de cibles d'inflation.

Premièrement, pourquoi avoir choisi l'indice des prix à la consommation (IPC) comme mesure de l'inflation? Principalement parce que c'est la mesure de l'inflation la plus familière aux Canadiens et aux Canadiennes et la plus pertinente pour eux. Le choix d'un indicateur bien connu comme cible nous facilite la tâche quand vient le temps d'expliquer nos actions et de rendre des comptes.

Deuxièmement, pourquoi avoir établi une fourchette? Parce que les prix de quelques composantes de l'IPC — tels que certains produits des secteurs de l'alimentation et de l'énergie — ont tendance à varier beaucoup tant à la hausse qu'à la baisse. Ces mouvements peuvent entraîner de vives fluctuations de l'indice. Si nous nous fixions une cible d'inflation trop précise, nous serions forcés de modifier brusquement et fréquemment notre taux directeur, ce qui entraînerait une instabilité accrue au sein de l'économie. Une fourchette permet de tenir compte de la volatilité inhérente à l'IPC. Signalons toutefois que la fourchette n'est pas une zone d'indifférence; nous cherchons *bel et bien* à réaliser la cible de 2 %.

Autre source d'inquiétude, cette volatilité peut masquer la tendance fondamentale de l'inflation. C'est pourquoi nous utilisons une mesure de l'inflation tendancielle aux fins de la conduite de la politique monétaire. Cette mesure exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Elle constitue ainsi un meilleur indicateur prospectif de la tendance de l'inflation.

Enfin, puisque les décisions de politique monétaire prises aujourd'hui influent seulement sur l'inflation future, nous devons choisir un délai pour atteindre notre cible. Dès le départ, nous avons précisé que si l'inflation déviait de la cible, nous mettrions en œuvre une politique monétaire susceptible de ramener l'inflation au taux de 2 % à un horizon de 18 à 24 mois. Nous avons opté pour ce délai parce que les recherches à ce sujet indiquent que, depuis longtemps, les variations de taux d'intérêt ne font sentir pleinement leur effet sur la production qu'au bout de 12 à 18 mois, et sur les prix, qu'après 18 à 24 mois. Bien entendu, la durée des

décallages est toujours incertaine, et je reviendrai sur cette question un peu plus tard.

Mais avant, j'aimerais préciser trois points concernant notre régime de cibles d'inflation. Le premier est que notre approche en la matière est *symétrique*, et nous insistons sur cet aspect. J'entends par là que nous sommes aussi préoccupés lorsque l'inflation tombe en deçà de la cible que lorsqu'elle la dépasse. Lorsque la demande de biens et services pousse l'économie canadienne aux limites de sa capacité et qu'elle menace de faire monter l'inflation au-dessus de la cible, la Banque majore les taux d'intérêt pour ralentir le rythme d'expansion de l'économie. Inversement, lorsque cette dernière fonctionne en deçà des limites de sa capacité et que l'inflation risque de glisser sous la cible, la Banque abaisse les taux d'intérêt pour stimuler la croissance. C'est en prêtant une attention particulière aux signes indiquant que l'inflation s'éloigne — dans un sens ou dans l'autre — de la cible que nous sommes mieux en mesure de réagir en temps opportun. Voilà comment nous faisons tourner l'économie près de son plein potentiel et maintenons ainsi l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible.

Nous sommes aussi préoccupés lorsque l'inflation tombe en deçà de la cible que lorsqu'elle la dépasse.

En second lieu, je tiens à souligner qu'il est très utile pour la Banque de disposer d'une cible d'inflation sur le plan de la reddition de comptes. Dans le cas où l'inflation s'écarterait de façon persistante de la cible, nous nous sommes engagés à expliquer les raisons de cet écart, les mesures que nous prendrons afin de ramener l'inflation au taux visé et le temps que nous jugeons nécessaire pour y parvenir.

Troisièmement, toute banque centrale qui mène une politique monétaire indépendante et poursuit des cibles d'inflation doit laisser flotter sa monnaie. Les banques centrales ne peuvent tout simplement pas réussir à contrôler à la fois la valeur interne et la valeur externe de leur monnaie. Comme nous disposons d'un seul instrument — notre taux directeur —, nous ne pouvons viser qu'une cible. La nôtre étant l'inflation, nous

adhérons naturellement à un régime de changes flottants.

Le bilan de la poursuite de cibles d'inflation au Canada

Permettez-moi maintenant d'évoquer brièvement notre bilan en matière de cibles d'inflation. Quand on considère l'évolution de l'inflation et de la croissance économique au Canada depuis 1991, l'on constate que les avantages que nous espérions tirer des cibles d'inflation se sont effectivement matérialisés. Nous nous attendions à ce que l'inflation se stabilise et c'est ce qu'elle a fait, et même plus tôt que prévu. Depuis que nous avons convenu de fixer la cible de maîtrise de l'inflation à 2 % à la fin de 1995, la hausse moyenne des prix observée s'est située très près de ce taux. Et elle est demeurée à l'intérieur de notre fourchette cible de 1 à 3 %, à de rares exceptions près. Nous estimions que notre crédibilité allait se renforcer et que les attentes d'inflation s'arrimeraient solidement, et c'est ce qui s'est produit.

Nous étions aussi d'avis que les cibles d'inflation permettraient à l'économie d'éviter les cycles excessifs de surchauffe et de récession qu'elle avait connus au cours des dernières décennies, et cela a effectivement été le cas. Si le cycle économique n'a pas disparu, la volatilité au sein de l'économie a en revanche diminué. En maintenant l'inflation à proximité de la cible, la politique monétaire a contribué à faire tourner l'économie près des limites de sa capacité.

En maintenant l'inflation à proximité de la cible, la politique monétaire a contribué à faire tourner l'économie près des limites de sa capacité.

Enfin, et surtout, avec ce cadre clair, nous avons permis aux marchés et aux analystes de mieux anticiper la façon dont nous allions réagir à différents résultats économiques. À l'interne également, nos délibérations sur la politique monétaire ont gagné en rigueur et en clarté grâce à l'accent mis sur l'inflation.

Le Canada a été le deuxième pays, après la Nouvelle-Zélande, à adopter des cibles explicites d'inflation. Mais depuis une quinzaine d'années, une

vingtaine de banques centrales ont emboîté le pas. Certaines, comme la Banque d'Angleterre et la Banque de Suède, dans des pays avancés et industrialisés. D'autres, à l'image des banques centrales du Chili et du Brésil, dans des économies à marché émergent. Dans chaque cas, la poursuite de cibles d'inflation a été couronnée de succès : le taux d'inflation a reculé, et les banques centrales sont généralement parvenues à atteindre leurs cibles. Dans les pays qui ont opté pour un tel régime, l'inflation est devenue moins persistante, et il n'est pas exagéré de penser que cela tient en bonne partie au fait que les attentes d'inflation sont bien arrimées.

Devant pareil succès, il est probable que d'autres pays adopteront des cibles d'inflation dans les années à venir. D'ailleurs, pas plus tard que la semaine dernière, la banque centrale de Turquie a annoncé son intention de le faire l'an prochain. Et le régime de cibles d'inflation fait actuellement l'objet de discussions aux États-Unis, où Ben Bernanke, le successeur désigné d'Alan Greenspan à la tête de la Réserve fédérale, en est un ardent défenseur.

Certains ont affirmé cependant que la poursuite de cibles d'inflation était une approche trop contraignante, qui pouvait limiter la marge de manœuvre des banques centrales, ou leur capacité d'exercer leur jugement lorsqu'elles seraient confrontées à des événements exceptionnels. L'expérience du Canada le dément. Ainsi, immédiatement après les attentats du 11 septembre 2001, nous avons abaissé les taux d'intérêt avec célérité et résolution afin de soutenir la confiance. Or, constatant que l'importante perte de confiance appréhendée ne s'était pas manifestée, nous avons pu faire marche arrière assez rapidement et resserrer quelque peu les conditions monétaires. Notre régime de cibles d'inflation n'a pas limité notre marge de manœuvre. En fait, c'est parce que notre cadre était limpide que les marchés financiers ont été en mesure de comprendre pourquoi nous avons procédé à ces modifications rapides des taux d'intérêt.

La Banque du Canada se focalise sur l'inflation à l'échelle *nationale*. Cela peut amener certains à laisser entendre que notre politique monétaire n'est pas adaptée à la situation particulière de quelques régions. Nous entendons de tels commentaires plus fréquemment dans des périodes comme celle que nous traversons actuellement, où les perspectives économiques et le rythme de la croissance varient d'un secteur à l'autre, et, du fait de la concentration sectorielle géographique, d'une région à l'autre du Canada. Ces

commentaires trahissent un malentendu assez courant à propos de la politique monétaire. Or, n'oublions pas que les économies de marché sont toujours soumises à des ajustements. Marchés et prix y sont porteurs de signaux clairs, qui indiquent comment les ressources économiques devraient être affectées et passer de secteurs moins dynamiques à d'autres connaissant une expansion rapide. Notre politique monétaire visant une cible d'inflation pour l'ensemble du pays, elle ne cherche pas à occulter ces importants signaux transmis par les prix, et ne le devrait pas non plus. Car si elle le faisait, elle pourrait nuire au processus d'ajustement et finir par atténuer la croissance de l'économie.

Cela ne veut pas dire néanmoins que nous ne tenons pas compte de ce qui se passe dans les régions, loin de là. L'information que nous recevons de nos cinq bureaux régionaux, et de l'*Enquête sur les perspectives des entreprises*, occupe évidemment une grande place dans nos délibérations concernant la politique monétaire. Notre travail consiste à évaluer la situation de l'ensemble du Canada et à mener la politique monétaire de manière à atteindre la cible d'inflation que nous avons fixée pour le pays tout entier.

L'avenir des cibles d'inflation

En dépit de la réussite que nous avons connue jusqu'ici, je ne prétends pas que les cibles d'inflation représentent l'aboutissement historique de la politique monétaire. Les décideurs publics prudents devraient constamment chercher à raffiner leurs méthodes. Comme je l'ai mentionné au début, notre entente avec le gouvernement fédéral doit être renouvelée l'an prochain. La Banque s'est donc penchée sur les aspects de notre régime de cibles d'inflation qu'il convient de conserver et sur ceux que l'on pourrait envisager de modifier.

Du point de vue de la Banque, l'entente de base ayant pour objet de maintenir l'inflation au point médian de 2 % d'une fourchette cible, qui va de 1 à 3 %, a été profitable aux Canadiens, de même que la décision de prendre pour cible le taux d'accroissement de l'IPC global et d'utiliser une mesure de l'inflation tendancielle aux fins de la conduite de la politique monétaire. La Banque continuera par ailleurs à reconnaître l'importance des communications et de la transparence. Notre régime de cibles d'inflation permet de bien ancrer les attentes d'inflation, mais il fonctionne mieux quand la banque centrale communique bien. Je m'attends à ce que ces éléments essentiels de notre cadre restent en place.

Il ne faut pas en conclure pour autant que nous n'avons pas réévalué ces éléments. Nous nous sommes évidemment demandé si la cible de 2 % convenait. C'est un point que nous avons examiné la dernière fois que nous avons reconduit la cible de maîtrise de l'inflation, en 2001. À l'époque, nos recherches ne nous permettaient pas d'établir avec certitude que les avantages d'un abaissement de notre cible l'emporteraient sur les inconvénients. Des travaux récents, certes à peine plus concluants, nous ont toutefois confortés un petit peu dans ce sens. Nous poursuivrons bien entendu notre travail d'analyse, mais les résultats devront être très convaincants pour que la cible soit modifiée.

Une autre question retient notre attention : devrions-nous choisir pour cible le *niveau* observé des prix plutôt que le *taux* annuel d'inflation. Permettez-moi de préciser ma pensée. Si ce taux était demeuré exactement à 2 % depuis 1995, c'est-à-dire depuis que nous avons fixé cette cible, le niveau de l'indice des prix à la consommation serait passé de 102,8 en décembre 1994 à 127,6 en octobre dernier. Or, ce mois-là, cet indice s'est chiffré à 128,5; l'écart était donc minime. Mais il est possible qu'à l'avenir, nous soyons confrontés à une série de chocs qui pousseront l'inflation essentiellement dans une direction, soit vers le haut, soit vers le bas, de telle sorte que le niveau des prix observé pourrait s'écarter sensiblement de celui auquel il se serait établi si nous avions atteint notre cible d'inflation de 2 % pendant quelques années. Dans le cadre d'un régime de maintien du niveau des prix, la politique monétaire serait formulée de façon à corriger ces déviations par rapport au niveau désiré. Par contre, en régime de cibles d'inflation, de telles variations passées du niveau des prix sont passablement oubliées et ne modifieraient pas la conduite de la politique monétaire pour l'avenir. La théorie économique nous enseigne qu'à long terme, il y aurait un peu plus d'avantages à connaître où se situera le niveau des prix qu'à ne connaître que le taux d'inflation futur. Mais il a été impossible jusqu'ici d'évaluer de façon concluante les coûts et les bénéfices des deux régimes. Nous nous efforçons pour l'instant d'améliorer notre approche et nos outils analytiques, et nous continuerons d'examiner les nouveaux éléments à mesure qu'ils se présenteront.

Nous cherchons aussi à déterminer quel délai serait le plus approprié pour ramener l'inflation à la cible après divers types de chocs. Comme je l'ai déclaré

précédemment, notre politique monétaire actuelle vise un délai de 18 à 24 mois. Or, on peut se demander si cet horizon est adapté à tous les types d'événements imprévus susceptibles d'influencer l'inflation. Il pourrait être opportun de le réévaluer, au vu des pressions inflationnistes que provoquent les variations considérables des prix des actifs, qu'il s'agisse des prix de l'immobilier, du cours des actions ou du taux de change. Compte tenu du succès avec lequel nous avons su affronter divers chocs dans un délai de 18 à 24 mois, nous ne devrions pas changer cet horizon à la légère. Mais à mesure qu'évoluent le cadre de maîtrise de l'inflation et l'économie mondiale, nous devons continuer à réfléchir à l'horizon le plus approprié et à certaines des questions dont je vous ai entretenu aujourd'hui. La Banque du Canada reste résolue à mener des recherches, et à susciter la poursuite de recherches, dans ces domaines et dans d'autres domaines clés.

Conclusion

Je souhaiterais terminer en revenant sur certains points essentiels. Malgré les enjeux que je viens de soulever, le bilan économique des quinze dernières années montre que la poursuite de cibles d'inflation a été profitable au Canada. L'approche symétrique appliquée par la Banque pour maintenir l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible nous a permis de jeter les bases d'une croissance solide et durable de la production et de l'emploi. Grâce à notre cadre de maîtrise de l'inflation, la politique monétaire est mieux ciblée, nos communications plus claires et les attentes d'inflation plus solidement ancrées. Pour l'avenir, il importe particulièrement que nous gardions un point d'ancrage pour continuer à bien cibler la politique monétaire. À mon avis, les cibles d'inflation constituent le meilleur point d'ancrage connu à ce jour.

L'approche symétrique appliquée par la Banque pour maintenir l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible nous a permis de jeter les bases d'une croissance solide et durable de la production et de l'emploi.

Investir dans la productivité

*Allocution prononcée par David Dodge
gouverneur de la Banque du Canada
devant le Conseil canadien des sociétés publiques-privées
Toronto (Ontario)
le 28 novembre 2005*

Aujourd'hui, je veux discuter de l'importance de l'efficience au sein de l'économie canadienne. Je centrerai mon propos sur certains des éléments qui contribuent à la croissance de la productivité au Canada — un sujet dont j'ai déjà traité et dont vous avez beaucoup entendu parler dernièrement.

Tout d'abord, qu'entendons-nous par productivité? Les mesures de la productivité nous indiquent la quantité de biens et de services que nous produisons en utilisant des intrants concrets tels que des travailleurs qualifiés et des biens d'équipement, et des intrants immatériels comme les progrès techniques, le savoir-faire organisationnel et des compétences en gestion d'entreprise. La productivité s'accroît au fil du temps, au fur et à mesure que nous stimulons la production en trouvant des façons nouvelles et plus efficaces d'utiliser ces intrants.

Nous nous soucions de la productivité parce qu'elle est un facteur déterminant du niveau de vie des Canadiens et des Canadiennes.

Pour estimer la productivité, les économistes préfèrent souvent recourir à une mesure appelée *productivité totale des facteurs*, qui englobe l'ensemble de ces intrants (capital, travail, innovation et savoir-faire). Dans la pratique, toutefois, il est très difficile de mesurer la productivité totale des facteurs. C'est pourquoi les analystes portent habituellement leur attention sur la mesure de la productivité du travail, qui est plus

courante et mieux comprise. Celle-ci nous renseigne sur la quantité de biens et de services produits par travailleur ou par heure de travail. Elle présente, par surcroît, l'avantage de se rapprocher des indicateurs du niveau de vie et de faciliter les comparaisons entre pays. Bien sûr, la productivité du travail dépend de l'expérience et de la formation des travailleurs, de la quantité de biens d'équipement (notamment les machines et le matériel) dont ils disposent, ainsi que de l'innovation et du savoir-faire.

Nous nous soucions de la productivité parce qu'elle est un facteur déterminant du niveau de vie des Canadiens et des Canadiennes. D'autres facteurs sont certes en jeu — l'évolution des termes de l'échange et du ratio emploi-population, par exemple —, mais la croissance de la productivité est le principal élément qui contribue à la progression *soutenue* des revenus réels et à l'élévation du niveau de vie à long terme. Au Canada, cependant, le taux d'accroissement de la productivité (mesurée par le produit intérieur brut réel par heure-personne) s'est chiffré en moyenne à moins de 1 % par an depuis le début du présent siècle. Franchement, nous devons faire mieux.

Les composantes de la productivité

Mais que veut-on dire au juste par « faire mieux »? D'une part, cela signifie qu'il faut augmenter la quantité et la qualité du capital physique par travailleur, c'est-à-dire donner aux employés de meilleurs outils. D'autre part, il faut répartir les ressources de manière plus efficace et faire preuve d'une plus grande innovation. Je vais vous parler aujourd'hui de ces deux derniers éléments, soit la répartition efficace des ressources et l'innovation.

Commençons par le premier. Nous affectons constamment des ressources à des usages concurrents, en nous

efforçant toujours de les employer avec le plus d'efficacité possible. Le but est d'en arriver au point où, compte tenu des connaissances et des processus de production existants, nous tirons le maximum du travail et du capital à notre disposition.

Les entreprises, les secteurs industriels et les administrations publiques doivent appliquer les procédés et les politiques qui vont non seulement permettre d'affecter les ressources de manière plus efficace, mais aussi fournir un cadre propice à l'innovation.

La deuxième composante de la productivité est l'innovation, qui consiste à créer de nouvelles connaissances ainsi qu'à améliorer les technologies, les processus et l'organisation de la production. Pour profiter de l'innovation, nous devons aussi rehausser les compétences de notre main-d'œuvre et, dans certains cas, modifier nos procédés opérationnels et nos méthodes de gestion. L'innovation, conjuguée au perfectionnement des compétences, entraîne une croissance continue de la production par unité d'intrant.

L'amélioration à long terme de la productivité repose à la fois sur l'innovation et une répartition plus efficace des ressources. C'est pourquoi les entreprises, les secteurs industriels et les administrations publiques doivent appliquer les procédés et les politiques qui vont non seulement permettre d'affecter les ressources de manière plus efficace, mais aussi fournir un cadre propice à l'innovation.

L'accroissement de la productivité par l'innovation

Lorsqu'on parle de stimuler l'innovation, on fait référence à deux choses. Premièrement, on pense aux mesures incitatives qui encouragent l'innovation en matière de *produits*. Il s'agit notamment de la promotion de la recherche et du développement, c'est-à-dire des activités de création de connaissances auxquelles se livrent les universités, les instituts de recherche et les entreprises du savoir, et qui débouchent sur des percées. Mais une autre forme de R-D, tout aussi importante

quoique parfois négligée, est celle qui permet d'améliorer progressivement la conception et la performance des produits existants.

Ce genre d'innovation nécessite des investissements. Au Canada, nous effectuons des investissements publics assez considérables dans la recherche par l'intermédiaire de nos institutions gouvernementales. Par contre, les dépenses en recherche de nos entreprises et institutions privées tendent à être en retrait par rapport à celles d'autres pays.

Mais l'argent n'explique pas tout. Le succès en recherche dépend non seulement de l'ampleur des investissements, mais aussi de leur efficacité. C'est pourquoi il est difficile de juger de la capacité d'innovation d'une économie ou d'une entreprise en tenant compte uniquement des montants qu'elle dépense en R-D. Le fait que le budget de R-D d'Apple a été inférieur à la moyenne du secteur de l'informatique aurait de quoi surprendre quiconque a demandé un nouvel iPod pour Noël. D'autres personnes sont probablement mieux placées que moi pour donner des conseils sur les façons de tirer le maximum des sommes investies en recherche. Il s'agira néanmoins d'un volet important des discussions futures sur la productivité.

Le deuxième type de mesures incitatives destinées à stimuler l'innovation concerne l'amélioration des *processus* d'une organisation. Par exemple, comment une entreprise peut-elle se servir des nouvelles technologies pour restructurer ses procédés opérationnels et de gestion? Et quels facteurs motivent une restructuration? Les premiers qui nous viennent à l'esprit sont, bien sûr, la nécessité de conserver une longueur d'avance sur les concurrents, la recherche du profit et la crainte de faire faillite. C'est ce qui explique que les économies les plus innovatrices sont celles où les entreprises, tant nationales qu'étrangères, se livrent une vive concurrence. Celle-ci, en effet, stimule l'innovation touchant aussi bien les produits que les processus.

Mais qui innove prend des risques. Il faut donc que les entreprises soient incitées à prendre ces risques, et qu'elles soient récompensées par le marché lorsqu'elles le font. Cela exige, entre autres, que le système financier puisse déterminer correctement le prix des risques supportés par les investisseurs, et les revenus auxquels ils peuvent s'attendre.

Enfin, nous savons que l'innovation n'est pas un processus contrôlé par les gouvernements; elle naît plutôt dans les ateliers d'usine, dans les laboratoires

des entreprises en démarrage et dans l'esprit des entrepreneurs. Les entreprises et les institutions du secteur public doivent instaurer une culture qui favorise tant les percées que les améliorations graduelles motivées par le souci de ne pas se laisser devancer par la concurrence.

L'accroissement de la productivité par la répartition efficiente des ressources

J'aimerais maintenant vous entretenir de l'amélioration de la productivité suscitée par une répartition plus efficiente des ressources. Certaines des politiques qui encouragent une meilleure répartition des ressources sont aussi celles qui stimulent l'innovation. Permettez-moi de mentionner quatre éléments essentiels.

Premièrement, il importe qu'un cadre juridique adéquat régisse les droits de propriété, y compris la propriété intellectuelle et le droit des contrats. Ce cadre doit en outre prévoir des sanctions adaptées à l'endroit de ceux qui enfreignent les règles, qui trompent la confiance du public ou qui commettent des fraudes.

Deuxièmement, il faut que les marchés du travail fonctionnent avec efficacité, de telle sorte que les ressources affectées à des fins peu productives ou à des secteurs en perte de vitesse puissent être utilisées de façon plus productive ou être canalisées vers des secteurs en expansion. Une telle souplesse est facilitée par l'éducation, la formation et des politiques appropriées en matière d'emploi. Je ne m'étendrai pas sur ce sujet, que des recherches récentes du Fonds monétaire international et de l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques ont traité en profondeur.

Le troisième élément essentiel est un système financier efficace, qui contribue à ce que des ressources économiques limitées soient employées aux fins les plus productives possible, et de la façon la plus efficace qui soit. Dans des discours précédents, j'ai parlé de l'importance de se doter d'un système financier qui fonctionne bien et de la nécessité de favoriser l'efficacité de nos institutions financières. J'ai aussi discuté du besoin de promouvoir l'efficacité de la réglementation des marchés des valeurs mobilières ainsi que du rôle que le système de pension canadien peut jouer.

La mise en place d'infrastructures appropriées

Le quatrième point à souligner — auquel je consacrerai d'ailleurs le reste de mon allocution — concerne la construction et l'exploitation des infrastructures indispensables à la croissance et au développement économiques. Ces infrastructures essentielles sont notamment les biens publics comme les routes, les réseaux de transport, d'électricité et d'aqueduc, les usines de traitement des eaux usées, les écoles et les hôpitaux. Elles comprennent aussi les infrastructures privées telles que les pipelines, les chemins de fer et les réseaux de télécommunication.

Voici quelques exemples qui montrent en quoi les infrastructures favorisent réellement une répartition plus efficiente des ressources. Les ressources naturelles abondantes du Canada font l'envie de bien des pays. Mais l'acheminement de ces ressources vers les marchés a toujours été tributaire des chemins de fer, des pipelines, des ports et des autres infrastructures de transport. De même, le secteur canadien des télécommunications, dont la renommée est mondiale, s'est développé grâce à des investissements énormes dans les infrastructures satellitaires et terrestres du pays.

Il est certain que les infrastructures favorisent dans une large mesure l'efficacité et la productivité au sein de l'économie. Mais aujourd'hui, des signes évidents montrent que les infrastructures publiques du Canada pâtissent d'un déficit.

Des grappes d'entreprises industrielles, manufacturières et technologiques sont installées dans nos grandes villes parce que celles-ci fonctionnent bien et qu'elles offrent des réseaux d'aqueduc, d'égout et de transport ainsi que des services municipaux et sociaux de qualité. Ces entreprises emploient des Canadiens qui ont fait leurs études ou reçu de la formation dans les écoles, collèges et universités d'ici. De plus, elles sont financées par des personnes disposées à investir leur

épargne par l'entremise d'un système financier dans lequel elles ont confiance.

Il est certain que les infrastructures favorisent dans une large mesure l'efficacité et la productivité au sein de l'économie. Mais aujourd'hui, des signes évidents montrent que les infrastructures publiques du Canada pâtissent d'un déficit. Et on redoute de plus en plus que ce déficit nuise à la croissance de la productivité et au niveau de vie au pays si des mesures ne sont pas prises pour corriger la situation.

Si les estimations de l'ampleur du déficit d'infrastructure varient considérablement¹, il est généralement admis que celui-ci ne pourra être comblé uniquement par un financement public. Comme aucun modèle de développement ne peut à lui seul créer toutes les infrastructures appropriées, la résolution du problème devra passer par différentes solutions. Par le passé, diverses méthodes ont été employées au Canada pour atteindre cet objectif.

Des entreprises privées ont ainsi participé au développement des infrastructures avec le concours des administrations publiques, qui leur ont accordé un soutien sous la forme de concessions de terres, de droits de monopole ou de subventions, par exemple. Le secteur privé prend alors le risque de financer les infrastructures, avec l'attente d'en tirer un profit à plus ou moins longue échéance. L'exemple le plus connu de ce type de développement est sans doute celui de la société de chemin de fer Canadien Pacifique.

Il y a aussi des infrastructures entièrement publiques, dont la construction et l'exploitation sont à la charge du gouvernement ou de ses agences. C'est le cas notamment du réseau canadien de routes et d'autoroutes.

Certaines infrastructures ont aussi été construites et exploitées exclusivement par des entreprises privées, grâce à un cadre juridique les aidant à protéger leur investissement et à un régime réglementaire contribuant à protéger le consommateur. La câblodistribution en est un exemple.

Il existe enfin les partenariats public-privé (PPP), qui peuvent prendre diverses formes. Dans beaucoup de cas, le financement du projet provient à la fois de sources publiques et privées, tandis que l'exploitation et l'entretien de l'infrastructure sont assurés par

l'entreprise privée pour le compte du gouvernement. L'exemple le plus connu de ce type de collaboration est le pont de la Confédération, qui relie le Nouveau-Brunswick et l'Île-du-Prince-Édouard. Mais les projets de PPP sont encore relativement rares au Canada. D'autres pays, comme le Royaume-Uni et l'Australie, offrent de nombreux exemples de PPP réussis dans le secteur des infrastructures. Contrairement à la plupart des administrations canadiennes, ces pays bénéficient déjà d'un cadre juridique et réglementaire bien développé à l'égard des investissements dans ce domaine.

Chacun de ces modèles a des avantages, mais aussi des inconvénients. En dernière analyse, il s'agit essentiellement d'une question de motivation. Par exemple, lorsque les projets sont entièrement financés par le secteur public, le souci habituel de construire et d'exploiter une infrastructure donnée de manière efficace, c'est-à-dire avec la préoccupation d'éviter la faillite et d'en tirer un profit, n'est pas un facteur qui motive l'investissement.

Pour des projets d'infrastructure, l'affectation la plus efficace et la plus pertinente des ressources passe par des incitations appropriées. Et, en règle générale, ce cadre incitatif implique dans une certaine mesure des attentes de profit. Cela s'applique aussi bien aux décisions concernant la nature de l'infrastructure à construire qu'à celles touchant son mode d'exploitation.

La mesure incitative la plus difficile à mettre en œuvre est celle qui consiste à fixer des prix adéquats. Il est possible que le manque de mécanismes permettant d'établir des prix reflétant fidèlement l'état de l'offre et de la demande explique en partie pourquoi les projets d'infrastructure fondés sur des partenariats public-privé sont relativement peu nombreux au Canada. Il importe tout particulièrement d'améliorer ces mécanismes dans le cas des services fournis par l'intermédiaire des infrastructures publiques. Les gouvernements ont souvent été réticents à fixer les prix de ces services en fonction du marché. Par conséquent, les pénuries sont contrôlées au moyen de mécanismes de rationnement non liés aux prix, tels que des coupures d'électricité temporaires, des embouteillages sur les autoroutes ou encore des listes d'attente pour les documents ou services fournis par les administrations publiques. Mais il arrive aussi parfois que le problème opposé se présente; on construit des infrastructures disproportionnées, que la demande ne justifie pas. Les nouvelles technologies, comme les transpondeurs pouvant être installés à bord des véhicules aux fins de la surveillance de la circulation

1. Cela tient en partie au fait qu'il existe plusieurs définitions de l'infrastructure et que l'évaluation des besoins en la matière fait intervenir un haut degré de subjectivité. Le gouvernement de l'Ontario, par exemple, estime que la correction des sous-investissements passés et la construction de nouveaux équipements collectifs nécessaires à la croissance future de la province pourraient coûter plus de 100 milliards de dollars.

routière, ou les compteurs qui permettent de moduler la tarification de l'électricité en fonction des heures de pointe, nous offrent de nouvelles possibilités pour mesurer la demande de ces services et en fixer le prix en conséquence.

L'incitation à gérer le risque est un autre facteur important au titre des investissements en infrastructures. Le financement privé d'infrastructures par l'intermédiaire des marchés financiers tend à favoriser une meilleure évaluation des risques, ces marchés étant plus à même de mesurer les risques et d'en déterminer le prix. Il ne faudrait pas exiger pour autant du secteur privé qu'il assume la totalité des risques inhérents aux grands projets d'infrastructure, sans que le secteur public n'en supporte une partie. Seulement, le financement de projets d'infrastructure par le biais des marchés constitue un moyen de mieux évaluer la valeur économique d'un investissement.

Le climat des investissements en infrastructures

Voilà donc quelques-uns des enjeux complexes auxquels nous sommes confrontés au moment où nous tentons d'éliminer le déficit d'infrastructure du Canada. Le moment est bien choisi pour faire ces investissements. Au début des années 1990, les gouvernements étaient aux prises avec d'importants déficits budgétaires et n'avaient tout simplement pas d'argent à investir dans le développement des infrastructures. Ce n'est plus le cas aujourd'hui. De plus, au cours des deux prochaines décennies environ, la population vieillira et davantage de Canadiens épargneront en prévision de leur retraite. Cette épargne supplémentaire fera progresser la demande déjà croissante d'actifs financiers à long terme.

À l'heure actuelle, les fonds de pension et les fonds de dotation affectent une part grandissante de leurs actifs à des investissements en infrastructures afin d'essayer d'accroître leurs rendements et d'opérer une diversification de leurs portefeuilles qui soit propice à une meilleure gestion des risques. Ces fonds sont de plus en plus à la recherche d'actifs à long terme qui s'apparentent mieux à leurs engagements. Ils ont surtout investi à l'étranger jusqu'à maintenant, entre autres parce que les marchés intérieurs des PPP y sont plus développés qu'au Canada.

Trois conditions très favorables sont en ce moment réunies au Canada : nous avons des gouvernements qui sont décidés à investir dans les infrastructures, un marché privé qui recherche des actifs financiers à long terme, et des besoins accumulés à l'égard de ces

investissements au pays. Si nous prenons les mesures qui s'imposent, nous pouvons augmenter la productivité du Canada de deux façons. Premièrement, une infrastructure améliorée peut contribuer à accroître la capacité de production du secteur privé et favoriser une répartition plus efficiente des ressources. Deuxièmement, elle peut jouer un rôle capital en attirant les entreprises et les gens qui sont le fer de lance de l'innovation continue.

Conclusion

La Banque du Canada a pour mandat de promouvoir le bien-être économique et financier des Canadiens et des Canadiennes. Et nous savons que notre économie doit absolument être efficiente et novatrice pour que le pays jouisse d'une croissance et d'une prospérité durables.

Trouver des moyens innovateurs et sûrs de financer les besoins en infrastructures actuels et futurs est un élément clé de tout effort visant à améliorer la productivité au pays et à hausser le niveau de vie de la population canadienne.

Voilà pourquoi, dans de précédents discours, j'ai mis en lumière la nécessité de disposer d'institutions financières et de marchés financiers efficients. Mais la promotion de l'efficacité passe aussi par des infrastructures appropriées. Les PPP constituent un moyen pratique de concilier la demande d'actifs à long terme de la part des épargnants avec la nécessité économique de construire des infrastructures essentielles. Ils favorisent également l'exploitation efficiente de ces infrastructures. D'où ma décision d'insister sur cette question aujourd'hui.

Je sais qu'au cours de la présente conférence, on nous fera part d'idées novatrices sur les moyens d'atteindre ces objectifs. Vos délibérations à ce sujet sont importantes. La présence d'infrastructures appropriées peut encourager et appuyer les initiatives destinées à stimuler la productivité. Trouver des moyens innovateurs et sûrs de financer les besoins en infrastructures actuels et futurs est un élément clé de tout effort visant à améliorer la productivité au pays et à hausser le niveau de vie de la population canadienne.

L'efficacité économique et financière : l'importance des régimes de pension

*Allocution prononcée par David Dodge
gouverneur de la Banque du Canada
devant l'Association des MBA du Québec
(AMBAQ)
Montréal, Québec
le 9 novembre 2005*

Au cours de la dernière année, j'ai abordé à quelques reprises le thème de l'efficacité et j'ai souligné à quel point il est essentiel que les décideurs canadiens ne perdent pas de vue l'objectif axé sur l'efficacité du système financier. Aujourd'hui, je veux faire porter mes observations sur les régimes de pension en vigueur au Canada et leur contribution à l'efficacité des marchés financiers et de l'ensemble de l'économie.

Avant d'entrer dans le vif du sujet, j'aimerais dire quelques mots sur l'efficacité du système financier en général. D'abord, je tiens à préciser ce que j'entends exactement par *système financier efficace*. Il s'agit d'un système qui aide à tirer le meilleur parti possible, de la façon la plus efficace qui soit, de ressources économiques limitées. Un tel système permet d'éviter en partie une mauvaise allocation ou le gaspillage de ressources économiques. Et il accroît nos chances de favoriser une croissance économique et une prospérité durables. Voilà pourquoi c'est important.

À la Banque du Canada, nous participons de diverses façons à la réalisation de l'objectif consistant à doter le pays d'un système financier efficace. Notre politique monétaire vise à garder l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible. Ce faisant, nous renforçons la confiance des Canadiens et des Canadiennes dans la valeur de leur monnaie, de sorte qu'ils n'ont pas autant besoin d'utiliser des ressources afin de se prémunir

contre le risque d'inflation. La Banque contribue aussi à l'efficacité à titre d'entité responsable de la surveillance générale des grands systèmes de compensation et de règlement des paiements, des titres et des opérations de change et en fournissant des liquidités en période de stress financier. En réduisant les risques qui pèsent sur la fiabilité et la stabilité du système financier, nous rassurons les gens quant à la robustesse de ce dernier, lequel appuie aussi l'efficacité. La *Revue du système financier*, que nous publions deux fois l'an, a pour but de faire connaître les enjeux liés à ce système. De plus, la Banque collabore activement avec les participants au marché financier et les organismes de réglementation afin de favoriser et de promouvoir l'efficacité. Et nous menons des projets de recherche qui permettent aux pouvoirs publics de prendre des décisions éclairées en vue de la réalisation de cet objectif.

Dans des discours précédents, j'ai parlé de la nécessité de favoriser l'efficacité de nos institutions financières. Les autorités canadiennes doivent se doter d'un cadre de politiques qui continue de stimuler l'innovation et l'efficacité en encourageant la concurrence. Parallèlement, les institutions financières doivent pouvoir réaliser des gains d'efficacité grâce à des économies d'échelle. Ces gains, susceptibles de se traduire par une baisse du coût des prêts aux entreprises et aux particuliers, profiteraient d'ailleurs à l'ensemble de l'économie. Cependant, d'autres questions pertinentes de politique publique sont aussi à l'ordre du jour, telles que la participation étrangère au capital des sociétés et les risques de concentration du pouvoir de marché entre une poignée d'acteurs. Il n'est certes pas simple de trouver un juste milieu entre tous ces intérêts. Mais il convient de garder à l'esprit que le niveau de concurrence peut être maintenu, voire renforcé, par la venue de nouveaux participants, ou même la menace de leur arrivée.

J'ai aussi traité de la nécessité de promouvoir l'efficacité de la réglementation des marchés des valeurs mobilières. Une plus grande efficacité exige que le secteur canadien des valeurs mobilières soit régi par des lois et des règlements uniformes, fondés sur des principes identiques pour tous. La question est de savoir comment appliquer cette réglementation en fonction des catégories d'émetteurs de façon à tenir compte des besoins variés de ceux-ci. Toutes les grandes administrations provinciales traitent avec des émetteurs de taille et de complexité très diverses. Il peut s'agir de grosses entreprises complexes qui veulent avoir accès aux marchés internationaux de capitaux, d'entreprises à moyenne capitalisation qui choisissent seulement d'accéder aux marchés nationaux de capitaux, ou de petites entreprises spéculatives d'exploitation des ressources naturelles qui, par le passé, ont obtenu du financement sur les marchés boursiers canadiens. Et les besoins des investisseurs sont similaires d'une administration à l'autre. Donc, si, dans l'application des lois et règlements, on doit tenir compte de la taille et de la complexité des entreprises, il n'y a pas lieu de les adapter uniquement en fonction de la province ou du territoire de l'émetteur ou de l'investisseur.

Aujourd'hui, je compte me pencher sur le système de pension du Canada. Il ne fait aucun doute que la santé d'un tel système est cruciale pour les gens dont il constitue la principale source de revenus de retraite. Elle est également indispensable dans l'optique de l'efficacité économique et des marchés financiers. Un rapport des suppléants du G10 publié en septembre met l'accent sur le fait que les fonds de pension représentent déjà la plus grosse catégorie d'investisseurs institutionnels au sein des pays du G10. Il souligne par ailleurs que l'épargne-retraite et les flux de capitaux connexes exerceront une influence grandissante sur les marchés financiers.

Nous devons veiller à ce que ces capitaux soient constitués et investis d'une façon qui non seulement maximise leurs rendements en vue de la prise en charge des futurs retraités, mais aussi qui maximise la croissance future de la capacité de production de l'économie.

Ici, au Canada, les pouvoirs publics doivent se pencher sur la contribution que notre système de pension peut apporter à l'efficacité. Il faut investir à long terme dans l'infrastructure essentielle afin d'appuyer la capacité de production future du pays. Et certains fonds de pension peuvent être utiles à cet égard étant donné leur horizon de rendement à très long terme. Je reviendrai sur cette question dans une prochaine allocution. Mais, aujourd'hui, je compte consacrer le reste de mon discours à l'examen du système de pension en tant que tel et discuter des incitations dont sont l'objet ces bassins de capitaux. Nous devons veiller à ce que ces derniers soient constitués et investis d'une façon qui non seulement maximise leurs rendements en vue de la prise en charge des futurs retraités, mais aussi qui maximise la croissance future de la capacité de production de l'économie.

Le système de pension du Canada et les risques connexes

Le système de pension du Canada repose essentiellement sur trois piliers. Le premier est le soutien de l'État au revenu : la Sécurité de la vieillesse et le Supplément de revenu garanti. Le Régime de pensions du Canada et le Régime de rentes du Québec (RPC et RRQ) constituent le deuxième pilier, et les régimes de pension privés, le troisième. Ces derniers se composent des régimes d'épargne-retraite à impôt différé gérés par des particuliers et des régimes de pension d'employeur. Les données de Statistique Canada montrent que tout au long des années 1990, les revenus générés par le troisième pilier ont gagné en importance; leur proportion est en effet passée de 18 % à près de 30 % des revenus de retraite. Par comparaison, les revenus tirés du premier pilier — la Sécurité de la vieillesse et le Supplément de revenu garanti — ont baissé de 30 à 27 % en une décennie, tandis que les revenus produits par le RPC et le RRQ ont crû, de quelque 16 % à 20 % environ. Le reste des revenus de retraite est assuré par les rendements des autres placements des particuliers.

La première de ces sources de revenus de retraite — la Sécurité de la vieillesse et le Supplément de revenu garanti — n'est pas pertinente dans le contexte de notre discussion, car elle est financée à même les revenus courants du gouvernement fédéral et n'est pas adossée à un portefeuille d'actifs particuliers. Les autres piliers sont constitués de trois bassins de capitaux, dont la valeur globale des actifs s'élevait à plus de 1 000 milliards de dollars à la fin de 2003. Exprimés sous forme de pourcentages très approximatifs, les

actifs du RPC et du RRQ représentaient la proportion la plus faible, soit moins de 10 %, alors que ceux détenus dans des REER correspondaient à environ 35 %. À 55 %, les régimes d'employeur étaient de loin le bassin de capitaux le plus important.

Dans la vaste majorité des cas, les régimes de pension d'employeur sont soit des régimes à prestations déterminées, soit des régimes à cotisations déterminées. Un régime à prestations déterminées promet un flux fixe et garanti de revenus de retraite. La pension est fonction des états de service de l'employé et est souvent exprimée sous forme de pourcentage du salaire qu'il a touché. En revanche, les prestations de pension en vertu d'un régime à cotisations déterminées ne sont pas préétablies. Elles dépendent du montant réel des cotisations versées au nom de l'employé et du taux effectif de rendement réalisé sur celles-ci.

Un système financier efficient répartit les divers risques de telle sorte qu'ils soient assumés par ceux qui sont le mieux disposés à les endosser. Et, en définitive, l'efficacité de ces trois bassins de capitaux repose dans une large mesure sur la façon dont ils gèrent deux principaux types de risque. Le premier est le risque lié au rendement, c'est-à-dire le fait que la valeur de la pension d'une personne est largement fonction des conditions du marché au moment où celle-ci prend sa retraite. Ce risque est géré de façons différentes selon le type de régime de pension. Par exemple, un régime à prestations déterminées atténue ce risque grâce à la mise en commun des actifs de l'ensemble des cotisants. Cela aide à protéger la capacité du promoteur du régime de verser des prestations de pension à tous les participants, même ceux qui prendraient leur retraite le lendemain d'une chute des cours boursiers ou au moment où le rendement des obligations à long terme est particulièrement faible.

*En mettant les risques en commun,
les fonds de pension génèrent
d'importants gains sur le plan de
l'efficacité économique.*

L'autre type de risque est le risque de longévité. Dans un régime à prestations déterminées, ce risque est endossé par le promoteur du régime, habituellement l'employeur, qui est tenu de couvrir tout déficit pouvant

découler du fait que les retraités vivent plus longtemps que prévu en moyenne.

En mettant ces risques en commun, les fonds de pension génèrent d'importants gains sur le plan de l'efficacité économique. En faisant en sorte que le risque soit assumé collectivement et non plus par des particuliers, les fonds de pension contribuent à une affectation plus efficace de l'épargne. Ceux-ci, en particulier les très gros fonds, sont gérés habituellement par des gestionnaires aguerris. Ils sont disposés à investir des blocs de cotisations répartis de manière appropriée dans des catégories d'actifs variées et ont la capacité de le faire. En outre, ils font des placements à très long terme, de sorte qu'ils peuvent financer des projets d'investissement d'envergure à des taux de rendement concurrentiels. Tous ces facteurs jouent un rôle appréciable dans l'efficacité économique, grâce au transfert du risque aux investisseurs les plus aptes à l'assumer.

Examinons maintenant de plus près les trois importants bassins de capitaux du système de pension du Canada, et analysons leur incidence sur l'efficacité des marchés financiers et l'ensemble de l'économie.

Premièrement, permettez-moi de dire quelques mots sur le Régime de pensions du Canada et le Régime de rentes du Québec. Même s'ils ne sont pas entièrement capitalisés, comme doivent l'être les régimes privés, bon nombre des principes qui les régissent sont similaires à ceux des régimes à prestations déterminées dotés d'une structure solide. Les prestations sont fonction du salaire reçu par chaque participant au cours de sa vie. Les actifs des régimes sont gérés par l'Office d'investissement du Régime de pensions du Canada et la Caisse de dépôt et placement du Québec, dans l'optique d'en maximiser le rendement à long terme. Les cotisations sont placées dans un souci de diversification et favorisent ainsi l'efficacité des marchés financiers et de l'économie dans son ensemble.

Passons maintenant à la question des régimes de pension privés, et, en premier lieu, les régimes enregistrés d'épargne-retraite à impôt différé, soit les REER individuels et collectifs. Cette source de revenus de retraite des Canadiens et Canadiennes partage de nombreuses caractéristiques avec les régimes à cotisations déterminées. Le report d'impôt est une caractéristique des REER qui est appropriée pour inciter les gens à épargner. Ces dernières années, un peu moins du tiers des contribuables ont cotisé à leur REER au cours d'une année donnée, tandis qu'entre 1993 et 2001, près des deux tiers des personnes qui ont rempli une déclaration de revenus avaient cotisé à un

régime. L'utilisation accrue des REER a contribué à la mise sur le marché de nouveaux produits financiers qui permettent aux particuliers de diversifier leurs risques. Naturellement, cette source de revenus est exposée au risque lié au rendement, puisque les participants peuvent voir la valeur de leur portefeuille de titres fortement chuter juste avant le moment prévu de leur retraite¹.

Selon des recherches effectuées aux États-Unis², les particuliers ont tendance à être réfractaires au risque quand il s'agit des titres à détenir dans leur compte de retraite. Cela se remarque particulièrement lorsqu'ils ont la possibilité de choisir eux-mêmes leurs actifs dans le cadre de régimes à cotisations déterminées. Ils ont tendance à détenir trop d'obligations de qualité, de titres du marché monétaire et d'actions de sociétés à forte capitalisation, par comparaison avec un portefeuille qui maximiserait le montant attendu de leur pension. Et, naturellement, plus ils vieillissent, plus leur aversion pour le risque est grande. Par conséquent, la proportion de la réserve d'épargne que représentent les REER individuels et collectifs et d'autres régimes à cotisations déterminées qui est affectée à des placements plus risqués, moins liquides et ayant une échéance plus éloignée est sans doute relativement faible par rapport aux régimes à prestations déterminées. Cette différence d'appétit pour le risque qui s'observe entre les épargnants individuels détenteurs de REER et les promoteurs de régimes de pension à prestations déterminées a une grande incidence sur le fonctionnement des marchés de capitaux canadiens. C'est un aspect sur lequel je reviendrai dans un instant.

Penchons-nous maintenant sur le troisième bassin de capitaux au Canada, à savoir les régimes de pension d'employeur. J'insisterai tout particulièrement sur ces derniers, car ils soulèvent des préoccupations qui méritent d'être réglées au plus tôt sur le plan des politiques publiques.

Pendant des décennies, le gros de ce bassin — en termes d'actifs — a été détenu dans des régimes à prestations déterminées. Ceux-ci peuvent s'avérer attrayants pour les employés du fait qu'ils atténuent le risque de longévité ainsi que le risque lié au rendement³.

1. La capacité des particuliers possédant des REER d'utiliser un fonds enregistré de revenu de retraite plutôt qu'une rente viagère permet en effet, dans une certaine mesure, aux retraités les plus aguerris d'atténuer ce risque.

2. Je n'ai pas eu vent d'études canadiennes sur le sujet. Mais il est raisonnable de penser que ces résultats pourraient aussi s'appliquer au Canada.

3. Néanmoins, beaucoup de ces régimes sont difficilement transférables, ce qui les rend moins attrayants.

Les régimes à prestations déterminées ont aussi des caractéristiques positives importantes en matière d'efficacité. J'ai déjà expliqué la manière dont ces régimes favorisent l'efficacité économique en permettant une meilleure affectation de l'épargne. Mais les marchés financiers en tirent aussi des gains d'efficacité. Les administrateurs de régimes à prestations déterminées ont à la fois la capacité et le désir d'investir dans des catégories d'actifs qui, normalement, pourraient être délaissées par l'investisseur individuel moyen. Leur excellente connaissance des marchés financiers et des risques connexes les incite à investir dans d'autres catégories d'actifs et à tenir un rôle d'arbitragiste entre les différents marchés⁴. Toutes ces activités rendent les marchés financiers plus complets, et améliorent donc leur efficacité. La taille et la complexité des régimes de pension imposent aussi à leurs administrateurs de s'intéresser activement aux bonnes pratiques de gouvernance au sein des entreprises dans lesquelles ils investissent, ce qui concourt à la discipline de marché, laquelle soutient l'efficacité globale des marchés financiers.

Les administrateurs de régimes à prestations déterminées ont à la fois la capacité et le désir d'investir dans des catégories d'actifs qui, normalement, pourraient être délaissées par l'investisseur individuel moyen.

Le déclin des régimes de pension à prestations déterminées

Depuis quelques années, les régimes de pension à prestations déterminées sont en perte de vitesse. Le nombre de Canadiens et Canadiennes cotisant à un tel régime a chuté d'environ 5 % depuis 1992. Même si la majorité des régimes d'employeur demeurent à prestations déterminées, la part des régimes à cotisations déterminées a augmenté sensiblement. De nombreux employeurs ont converti leur régime à prestations

4. L'arbitrage est une stratégie financière dont le but est de profiter des écarts de cours d'un actif sur des marchés différents.

déterminées ou ont restreint la participation de nouveaux cotisants. Et nous avons aussi vu des déficits se creuser dans plus d'un régime de ce type.

Même si le déclin des régimes à prestations déterminées est en partie imputable à des facteurs tels que l'évolution de la situation économique et de la population active, il est aussi dû aux incitatifs auxquels ces régimes sont soumis. En l'occurrence, les régimes à prestations déterminées devraient être administrés de sorte que la valeur *escomptée* de toutes les prestations à verser égale la valeur *escomptée* de toutes les cotisations plus le produit de placements *attendu*. Or, lorsque la valeur observée de l'une de ces variables ne correspond pas à la valeur attendue, c'est le promoteur qui doit couvrir le déficit.

Qu'est-ce qui pourrait pousser un promoteur de régime à accepter une telle responsabilité? On comprendrait qu'il le fasse s'il pouvait atténuer le risque de résultats moins bons que prévu par la possibilité de profiter de résultats meilleurs que prévu. Or, s'il est indiscutable que le promoteur est responsable de tout déficit de son régime, il n'est pas aussi évident qu'il puisse bénéficier de tout excédent qui apparaîtrait. La question de la propriété de l'excédent d'un régime à prestations déterminées a été examinée ces dernières années par bien des cours et des juridictions différentes. Bien que la réponse précise à cette question dépende de la teneur du règlement du régime concerné, en général, la législation provinciale et fédérale sur les pensions a évolué de sorte que les employés obtiennent de plus en plus de droits sur les excédents des régimes, même s'ils n'assument d'habitude aucune responsabilité en cas de déficit.

Il importe que les décideurs canadiens envisagent d'aller de l'avant pour rétablir des mesures qui inciteraient les promoteurs à privilégier les régimes à prestations déterminées.

Les incitatifs viennent aussi à manquer dans les cas où les cotisations des régimes de pension sont détenues en fiducie et gérées par un fiduciaire. Actuellement, la plupart des fonds de pension en fiducie sont établis de façon que les employés soient les bénéficiaires de la

fiducie. Selon les jugements successifs que les tribunaux ont rendus depuis les années 1980, la propriété exclusive de l'excédent d'un fonds de pension en fiducie ne peut revenir aux promoteurs que si la fiducie est établie d'une manière qui prévoit expressément ce privilège.

Afin que les régimes à prestations déterminées puissent survivre, prospérer et constituer une source de financement pour des actifs à long terme, plus risqués, il importe que les décideurs canadiens envisagent d'aller de l'avant pour rétablir des mesures qui inciteraient les promoteurs à privilégier les régimes à prestations déterminées. Je mentionnerai quelques-unes des dispositions qui pourraient être prises en ce sens.

En premier lieu, les gouvernements provinciaux et fédéral doivent apporter les modifications qui s'imposent à leur législation sur les pensions afin que les promoteurs de régimes à prestations déterminées soient responsables de *tous* les risques résiduels associés au régime de pension — aussi bien des résultats qui entraînent des déficits que des résultats qui s'accompagnent d'excédents. Soyons clair : je ne soutiens pas que la propriété exclusive des excédents des régimes devrait revenir sans équivoque aux *entreprises*, mais bien aux *promoteurs*. Il existe une poignée de régimes de pension, tels que le Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario, dont les promoteurs sont à la fois les employeurs et les employés, ce qui signifie qu'ils se partagent la propriété de tout excédent, et, en corollaire, la responsabilité de tout déficit.

La seconde disposition viserait à envisager de rééquilibrer le traitement fiscal des cotisations de l'employeur. Actuellement, dans la plupart des cas, les employeurs n'ont pas le droit de déduire leurs cotisations à un régime à prestations déterminées si son évaluation actuarielle sur une base de permanence dépasse 110 % des charges futures attendues. Voilà qui a certainement accru le biais à l'encontre des promoteurs laissant grossir l'excédent de leur fonds de pension.

En troisième lieu, les normes comptables canadiennes liées à l'évaluation des régimes de pension posent aussi problème depuis leur adoption, en 1999. D'une part, les modifications du taux d'actualisation annuel utilisé aux fins de l'évaluation des engagements contractés au titre des régimes de pension peuvent se traduire par des variations importantes du montant des dépenses connexes déclaré. D'autre part, les évaluations actuarielles périodiques des régimes à prestations déterminées sont aussi comptabilisées dans l'état des résultats des entreprises. Ces deux

facteurs entraînent une certaine volatilité des revenus déclarés, qui n'est pas appréciée des investisseurs. De fait, les normes comptables sont devenues une raison supplémentaire pour les employeurs d'éviter les régimes à prestations déterminées.

J'ai énuméré trois des problèmes les plus graves auxquels sont confrontés les promoteurs de régimes à prestations déterminées. Bien entendu, ce ne sont pas les seuls. Néanmoins, leur règlement contribuerait à rétablir les incitatifs qui permettraient aux régimes à prestations déterminées de conserver leur solidité sur le plan actuariel. Cela réduirait sensiblement le risque que les cotisations aux régimes de pension ne suffisent pas à couvrir les engagements futurs si les promoteurs tombent en faillite. Ceci dit, la faillite éventuelle des promoteurs est toujours un risque pour les participants de régimes du secteur privé, c'est pourquoi il serait souhaitable de trouver moyen de le partager. Un certain nombre d'options s'offrent en la matière, dont la création de régimes pris en charge par plusieurs employeurs, qu'il faudrait encourager. Je ne défendrai toutefois pas le recours à des fonds de garantie des prestations de retraite, parce qu'ils augmentent sensiblement le risque d'aléa moral et qu'ils accroissent encore le biais à l'encontre des employeurs qui sont les promoteurs de régimes à prestations déterminées.

Conclusion

Permettez-moi de conclure. Le système de pension canadien est essentiel à notre avenir, non seulement parce qu'il financera notre retraite, mais aussi parce qu'il appuie de manière non négligeable l'efficacité de nos marchés financiers et l'ensemble de notre économie. Les régimes à cotisations et à prestations déterminées, les REER ainsi que le RPC et le RRQ ont tous un rôle à jouer à cet égard.

Mais, comme nous l'avons vu, un pan important de notre système de pension, soit les régimes à prestations déterminées, connaît un déclin relatif. Celui-ci se traduit par un transfert du risque lié au rendement et du risque de longévité aux employés, qui sont moins en mesure de les assumer ou de les gérer. Or, ce transfert a une incidence négative sur l'efficacité économique globale et pourrait finir par représenter une menace importante pour la capacité des fonds de pension de financer les placements à long terme susceptibles de maximiser la croissance potentielle future de notre économie.

Le système de pension canadien est essentiel à notre avenir, non seulement parce qu'il financera notre retraite, mais aussi parce qu'il appuie de manière non négligeable l'efficacité de nos marchés financiers et l'ensemble de notre économie.

La tâche consistant à mettre en place les incitatifs adéquats est ardue, et je n'ai fait qu'effleurer le sujet aujourd'hui. Mais les pouvoirs publics ne peuvent pas éviter ces questions difficiles, et les enjeux sont trop grands pour que nous puissions rater le coche. Nous devons procéder aux analyses nécessaires, puis agir. Il y va de l'efficacité et de la santé future de notre économie.

Publications de la Banque du Canada

Pour plus de renseignements, y compris les tarifs d'abonnement, veuillez vous adresser à la Diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada, K1A 0G9, ou composer le (613) 782-8248.

Rapport annuel. Paraît chaque année en mars*.

Rapport sur la politique monétaire. Paraît deux fois par année*.

Mise à jour du Rapport sur la politique monétaire. Paraît en janvier et en juillet*.

Revue du système financier. Paraît en juin et en décembre*.

Revue de la Banque du Canada. Paraît chaque trimestre*.
(Voir les renseignements relatifs aux abonnements à la page 2.)

Discours et déclarations du gouverneur*

Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada
Paraît chaque mois. (Voir les renseignements relatifs aux abonnements à la page 2.)

Bulletin hebdomadaire de statistiques financières. Paraît tous les vendredis*. (Envoi par la poste sur abonnement)

Reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation : Note d'information*

Les conférences Thiessen*

Le dollar canadien : une perspective historique
James Powell (2^e édition, publiée en décembre 2005). Offert au prix de 8 \$ CAN, plus la TPS et, s'il y a lieu, la taxe de vente provinciale.

La transmission de la politique monétaire au Canada
(publié en 1996)*. Offert au prix de 20 \$ CAN, plus la TPS et, s'il y a lieu, la taxe de vente provinciale.

Le bilinguisme à la Banque du Canada. Paraît chaque année*.

Catalogue des publications de la Banque du Canada*
Recueil de résumés succincts des articles et études publiés en 2003. Comprend aussi une liste des travaux publiés par les économistes de la Banque dans des revues externes et dans des actes de colloques tenus à l'extérieur.

Une évolution planifiée : L'histoire de l'Association canadienne des paiements de 1980 à 2002
James F. Dingle (publié en juin 2003)*

* Ces publications peuvent être consultées dans le site Web de la Banque à l'adresse www.banqueducanada.ca.

La Banque en bref (publié en mars 2004)*

Actes de colloques

Comportement des agents économiques et formulation des politiques en régime de stabilité des prix, octobre 1993

Le crédit, les écarts entre taux d'intérêt et le mécanisme de transmission de la politique monétaire, novembre 1994

Les marchés monétaires et les opérations de la banque centrale, novembre 1995

Les taux de change et la politique monétaire, octobre 1996

Stabilité des prix, cibles en matière d'inflation et politique monétaire, mai 1997*

La valeur informative des prix des actifs financiers, mai 1998*

La monnaie, la politique monétaire et les mécanismes de transmission, novembre 1999*

La stabilité des prix et la cible à long terme de la politique monétaire, juin 2000*

Les taux de change flottants : une nouvelle analyse, novembre 2000*

Structure et dynamique des marchés financiers, novembre 2001*

Ces publications sont offertes au prix de 15 \$ CAN, plus la TPS et, s'il y a lieu, la taxe de vente provinciale.

Rapports techniques et documents de travail

Les rapports techniques et les documents de travail sont publiés en règle générale dans la langue utilisée par les auteurs; ils sont cependant précédés d'un résumé bilingue. On peut obtenir gratuitement un exemplaire de ces publications en s'adressant à la Diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada, K1A 0G9.

Les rapports techniques publiés à partir de 1982 et les documents de travail parus depuis 1994 peuvent être consultés dans le site Web de la Banque. Pour obtenir la liste des rapports techniques et des travaux de recherche publiés avant 1982, veuillez consulter le numéro d'avril 1988 de la *Revue de la Banque du Canada*.

Rapports techniques*

2000

- 88 International Financial Crises and Flexible Exchange Rates: Some Policy Lessons from Canada (J. Murray, M. Zelmer et Z. Antia)

2001

- 89 Core Inflation (S. Hogan, M. Johnson et T. Lafèche)

2002

- 90 Dollarization in Canada: The Buck Stops There (J. Murray et J. Powell)
91 The Financial Services Sector: An Update on Recent Developments (C. Freedman et C. Goodlet)
92 The Performance and Robustness of Simple Monetary Policy Rules in Models of the Canadian Economy (D. Côte, J. Kuszczak, J.-P. Lam, Y. Liu et P. St-Amant)

2003

- 93 Money in the Bank (of Canada) (D. Longworth)
94 A Comparison of Twelve Macroeconomic Models of the Canadian Economy (D. Côté, J. Kuszczak, J.-P. Lam, Y. Liu et P. St-Amant)
95 Essays on Financial Stability (J. Chant, A. Lai, M. Illing et F. Daniel)

2005

- 96 MUSE: The Bank of Canada's New Projection Model of the U.S. Economy (M.-A. Gosselin et R. Lalonde)

Documents de travail

2005

- 1 Self-Enforcing Labour Contracts and the Dynamics Puzzle (C. Calmès)
2 The Stochastic Discount Factor: Extending the Volatility Bound and a New Approach to Portfolio Selection with Higher-Order Moments (F. Chabi-Yo, R. Garcia et E. Renault)
3 Pre-Bid Run-Ups Ahead of Canadian Takeovers: How Big Is the Problem? (M.R. King et M. Padalko)
4 State-Dependent or Time-Dependent Pricing: Does It Matter for Recent U.S. Inflation? (P. J. Klenow et O. Kryvtsov)
5 Y a-t-il eu surinvestissement au Canada durant la seconde moitié des années 1990? (S. Martel)
6 Monetary Policy under Model and Data-Parameter Uncertainty (G. Cateau)
7 Determinants of Borrowing Limits on Credit Cards (S. Dey and G. Mumy)
8 Recent Developments in Self-Employment in Canada (N. Kamhi et D. Leung)
9 State Dependence in Fundamentals and Preferences Explains Risk-Aversion Puzzle (F. Chabi-Yo, R. Garcia et E. Renault)

- 10 Educations Spillovers: Does One Size Fit All? (R. Baumann et R. Solomon)
11 An Analysis of Closure Policy under Alternative Regulatory Structures (G. Caldwell)
12 Do Exchange Rates Affect the Capital-Labour Ratio? Panel Evidence from Canadian Manufacturing Industries (D. Leung et T. Yuen)
13 Efficiency and Economies of Scale of Large Canadian Banks (J. Allen et Y. Liu)
14 Labour Market Adjustments to Exchange Rate Fluctuations: Evidence from Canadian Manufacturing Industries (D. Leung et T. Yuen)
15 Learning-by-Doing or Habit Formation? (H. Bouakez et T. Kano)
16 Endogenous Central Bank Credibility in a Small Forward-Looking Model of the U.S. Economy (R. Lalonde)
17 Risk Perceptions and Attitudes (M. Misina)
18 Lines of Credit and Consumption Smoothing: The Choice between Credit Cards and Home Equity Lines of Credit (S. Dey)
19 Bank Failures and Bank Fundamentals: A Comparative Analysis of Latin America and East Asia during the Nineties Using Bank-Level Data (M. Arena)
20 La fonction de production et les données canadiennes (P. Perrier)
21 The Effectiveness of Official Foreign Exchange Intervention in a Small Open Economy: The Case of the Canadian Dollar (R. Fatum et M.R. King)
22 The Effects of the Exchange Rate on Investment: Evidence from Canadian Manufacturing Industries (T. Harchaoui, F. Tarkhani et T. Yuen)
23 Pocket Banks and Out-of-Pocket Losses: Links between Corruption and Contagion (R.H. Solomon)
24 A Search Model of Venture Capital, Entrepreneurship, and Unemployment (R. Boadway, O. Secrieru et M. Vigneault)
25 The Impact of Unanticipated Defaults in Canada's Large Value Transfer System (D. McVanel)
26 Uninsured Idiosyncratic Production Risk with Borrowing Constraints (F. Covas)
27 Inflation Dynamics and the New Keynesian Phillips Curve: An Identification-Robust Econometric Analysis (J.-M. Dufour, L. Khalaf et M. Kichian)
28 Inflation and Relative Price Dispersion in Canada: An Empirical Assessment (A. Binette et S. Martel)
29 Has Exchange Rate Pass-Through Really Declined in Canada? (H. Bouakez et N. Rebei)

* Ces publications peuvent être consultées dans le site Web de la Banque à l'adresse www.banqueducanada.ca.

Documents de travail (suite)*

2005

- 30 Intertemporal Substitution in Macroeconomics: Evidence from a Two-Dimensional Labour Supply Model with Money
(A. Dib et L. Phaneuf)
- 31 Forecasting Canadian GDP: Region-Specific versus Countrywide Information
(F. Demers et D. Dupuis)
- 32 Degree of Internationalization and Performance: An Analysis of Canadian Banks
(W. Hejazi et E. Santor)
- 33 Does Financial Structure Matter for the Information Content of Financial Indicators?
(R. Djoudad, J. Selody et C. Wilkins)
4. The Exchange Rate and Canadian Inflation Targeting
(C. Ragan)
- 35 Testing the Parametric Specification of the Diffusion Function in a Diffusion Process
(F. Li)
- 36 The Canadian Macroeconomy and the Yield Curve: An Equilibrium-Based Approach
(R. Garcia et R. Luger)
- 37 Quantity, Quality, and Relevance: Central Bank Research, 1990–2003
P. St-Amant, Greg Tkacz, A. Guérard-Langlois et L. Morel
- 38 An Empirical Analysis of Foreign Exchange Reserves in Emerging Asia
(M.-A. Gosselin and N. Parent)
- 39 Measurement Bias in the Canadian Consumer Price Index
(J. Rossiter)
- 40 Subordinated Debt and Market Discipline in Canada
(G. Caldwell)
- 41 Modelling and Forecasting Housing Investment: The Case of Canada
(F. Demers)
- 42 Order Submission: The Choice between Limit and Market Orders
(I. Lo et S.G. Sapp)
- 43 The 1975–78 Anti-Inflation Program in Retrospect
(J. Sargent)
- 44 Forecasting Core Inflation in Canada: Should We Forecast the Aggregate or the Components?
(F. Demers et A. De Champlain)
- 45 An Evaluation of MLE in a Model of the Nonlinear Continuous-Time Short-Term Interest Rate
(I. Lo)

* Ces publications peuvent être consultées dans le site Web de la Banque à l'adresse www.banqueducanada.ca.

Tableaux synoptiques

A2 (Suite)

Taux d'utilisation des capacités Ensemble des industries productrices de biens non agricoles	Prix et coûts				Accords salariaux		Indice des prix des produits de base établi par la Banque du Canada (dominées non désaisonnalisées)		Moyenne des cours acheteur et vendeur des titres			Année, trimestre ou mois
	IPC	Indice de réf-rence*	Indice en chaîne du PIB	Coûts unitaires de main-d'œuvre	Secteur public	Secteur privé	Total	Produits de base non énergétiques	Bons du Trésor à 3 mois	Obligations de référence à 10 ans du gouvernement canadien	Obligations à rendement réel à 30 ans du gouvernement canadien	
(15)	(17)	(18)	(19)	(20)	(21)	(22)	(23)	(24)	(25)	(26)	(27)	
80.6	1.8	2.1	1.4		0.6	0.8	0.5	3.0	3.87	6.57	3.78	1993
83.0	0.2	1.8	1.1		-	1.2	3.3	7.5	7.14	9.07	4.92	1994
82.1	2.2	2.5	2.5		0.7	1.4	8.3	11.1	5.54	7.11	4.42	1995
82.0	1.6	1.7	1.6		0.5	1.8	3.8	-1.2	2.85	6.37	4.09	1996
83.6	0.9	1.9	1.2		1.1	1.9	-3.7	-4.3	3.99	5.61	4.14	1997
84.3	0.9	1.3	-0.5	1.0	1.6	1.7	-15.3	-12.6	4.66	4.89	4.11	1998
86.0	1.7	1.4	1.7		1.9	2.7	6.7	1.5	4.85	6.18	4.01	1999
87.1	2.7	1.3	4.2		2.5	2.4	18.4	3.5	5.49	5.35	3.42	2000
84.4	2.6	2.1	1.1		3.3	3.0	-5.2	-6.9	1.95	5.44	3.76	2001
84.8	2.2	2.3	1.1		2.9	2.6	-5.9	-6.6	2.63	4.88	3.33	2002
84.3	2.8	2.2	3.3		2.9	1.3	20.1	8.8	2.57	4.66	2.79	2003
86.4	1.9	1.5	3.0		1.4	2.2	20.5	21.4	2.47	4.39	2.11	2004
							23.0	3.8	3.37	3.93	1.44	2005
82.7	-2.1	0.6	-4.8	1.4	3.0	2.6	-41.3	-30.8	1.95	5.44	3.76	2001 IV
83.7	3.0	2.5	2.7	-0.8	3.1	2.1	15.9	12.3	2.30	5.79	3.68	2002 I
85.2	4.3	3.5	7.4	-0.8	2.7	2.3	40.0	-1.8	2.70	5.37	3.42	2002 II
85.4	4.6	3.0	1.9	2.7	3.2	2.5	2.8	-1.5	2.83	4.92	3.25	2002 III
84.8	3.5	2.0	4.9	4.6	3.2	3.6	20.4	-4.0	2.63	4.88	3.33	2002 IV
85.4	5.2	3.9	6.4	1.4	2.9	2.4	82.0	14.1	3.14	5.13	3.08	2003 I
83.5	-1.8	-0.3	-2.1	1.1	3.1	0.3	-17.4	14.8	3.07	4.37	2.99	2003 II
83.4	1.9	1.3	3.7	1.3	3.2	2.4	0.6	20.8	2.58	4.64	3.08	2003 III
85.0	1.6	2.9	1.4	0.2	2.3	1.6	17.6	19.5	2.57	4.66	2.79	2003 IV
85.0	2.0	1.1	4.0	1.7	2.8	2.7	45.3	38.9	1.98	4.33	2.39	2004 I
86.1	3.3	1.6	5.0	1.2	-0.3	2.5	36.7	34.4	2.01	4.83	2.37	2004 II
87.3	1.2	1.0	3.2	-0.2	1.8	1.0	5.4	1.5	2.45	4.58	2.32	2004 III
87.2	2.7	2.5	1.7	2.6	2.1	2.7	13.7	-15.7	2.47	4.39	2.11	2004 IV
86.9	1.2	1.7	1.4	2.4	2.6	2.4	16.3	25.6	2.56	4.39	2.08	2005 I
86.5	2.6	1.2	2.4	3.2	2.6	2.6	23.7	-1.2	2.48	3.81	1.87	2005 II
86.9	4.2	1.4	7.7	2.5	2.9	2.7	62.5	-10.2	2.86	3.94	1.64	2005 III
							27.7	14.0	3.37	3.93	1.44	2005 IV
	3.5	1.9		2.5			27.7	14.0	3.37	3.93	1.44	2004 D
	0.1	0.2		0.9			-0.2	2.0	2.47	4.39	2.11	2005 J
	-0.1	-		-0.8			1.0	1.1	2.43	4.21	2.03	2005 F
	0.2	0.2		0.6			2.5	3.8	2.46	4.28	2.07	2005 M
	0.4	0.1		1.0			7.2	2.3	2.56	4.39	2.08	2005 A
	0.3	0.1		-			1.6	-1.0	2.45	4.14	1.92	2005 M
	-0.2	0.1		-0.4			-5.2	-3.0	2.46	4.02	1.86	2005 J
	0.3	0.2		0.5			5.5	0.1	2.48	3.81	1.87	2005 J
	0.3	0.2		0.5			7.5	-2.1	2.59	3.91	1.93	2005 J
	-	-		0.5			8.6	-0.1	2.72	3.78	1.73	2005 A
	0.5	0.2		-0.3			9.7	1.3	2.86	3.94	1.64	2005 S
	0.7	0.2		0.7			1.1	0.2	3.06	3.94	1.70	2005 O
	-0.3	0.2		0.2			-9.3	1.7	3.31	4.06	1.65	2005 N
	-0.2	0.2		0.2			8.8	3.3	3.37	3.93	1.44	2005 D

* Indice de référence selon la nouvelle définition annoncée le 18 mai 2001 : IPC hors les huit composantes les plus volatiles, à savoir les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, le transport interurbain, le tabac et les intérêts sur prêts hypothécaires de même que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes de l'IPC

Année, trimestre ou mois	Excédent ou déficit (-) des administrations publiques sur la base des comptes nationaux (en pourcentage du PIB)		Balance des paiements (en pourcentage du PIB)		Cours moyen au comptant du dollar E.-U. en dollars canadiens à midi (32)
	Gouvernement du Canada (28)	Ensemble des administrations publiques (29)	Solde de la balance commerciale (30)	Solde de la balance courante (31)	
1993	-5.5	-8.7	1.8	-3.9	1.2898
1994	-4.6	-6.7	2.6	-2.3	1.3659
1995	-3.9	-5.3	4.4	-0.8	1.3726
1996	-2.0	-2.8	5.1	0.5	1.3636
1997	0.7	0.2	2.9	-1.3	1.3844
1998	0.8	0.1	2.6	-1.2	1.4831
1999	0.9	1.6	4.3	0.3	1.4858
2000	1.9	2.9	6.2	2.7	1.4852
2001	1.1	0.7	6.4	2.3	1.5484
2002	0.8	-0.1	5.0	1.8	1.5704
2003	0.1	-	4.7	1.5	1.4015
2004	0.6	0.7	5.1	2.2	1.3015
2005					1.2116
Taux annuels					
2001 IV	0.2	-0.8	5.4	1.1	1.5803
2002 I	0.6	-0.5	5.5	2.7	1.5946
2002 II	0.7	-0.2	4.8	2.0	1.5549
2002 III	0.7	-0.2	4.9	1.5	1.5628
2002 IV	1.1	0.5	4.7	1.2	1.5698
2003 I	0.7	0.5	5.2	1.5	1.5102
2003 II	-1.1	-0.6	4.0	0.8	1.3984
2003 III	0.3	-	4.9	1.8	1.3799
2003 IV	0.3	0.1	4.7	1.9	1.3160
2004 I	0.2	0.1	5.1	2.1	1.3179
2004 II	0.2	0.5	5.9	3.0	1.3592
2004 III	0.9	0.8	5.1	2.2	1.3072
2004 IV	1.1	1.3	4.4	1.6	1.2203
2005 I	-1.2	1.3	3.9	1.4	1.2267
2005 II	0.8	1.4	4.0	1.4	1.2439
2005 III	0.3	1.3	5.4	2.7	1.2012
2005 IV					1.1733
Trois derniers mois					1.1733
Taux mensuels					
2004 D					1.2191
2005 J					1.2253
2005 F					1.2397
2005 M					1.2161
2005 A					1.2360
2005 M					1.2555
2005 J					1.2402
2005 J					1.2227
2005 A					1.2040
2005 S					1.1776
2005 O					1.1776
2005 N					1.1811
2005 D					1.1610

Notes relatives aux tableaux

Abréviations utilisées dans les tableaux

R Chiffres révisés

- Valeur nulle ou arrondie à zéro

Nota : Les espaces vides des colonnes signifient que les données ne sont pas disponibles ou ne s'appliquent pas. Une ligne horizontale dans le corps d'un tableau indique soit qu'il y a une rupture dans une série, soit que les données des périodes antérieures n'existent que sous une forme plus agrégée.

A1

- (1) En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada ont annoncé conjointement l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener l'inflation au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. En décembre 1993, il a été décidé de maintenir cette fourchette jusqu'à la fin de 1998. En février 1998, son application a été prolongée jusqu'à la fin de 2001. De nouveau en mai 2001, celle-ci a été prolongée jusqu'à la fin de 2006.
- (2-3) Variation sur douze mois de l'indice des prix à la consommation (Tableau H8). L'indice de référence correspond à l'IPC hors les huit composantes les plus volatiles, à savoir les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, le transport interurbain, le tabac et les intérêts sur prêts hypothécaires de même que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes de l'IPC.
- (4-5) La *fourchette opérationnelle* est la fourchette de 50 points de base établie par la Banque du Canada pour l'évolution du taux moyen auquel les courtiers en valeurs mobilières financent au jour le jour leurs stocks de titres du marché monétaire.
- (6) *Taux du financement à un jour*. Il s'agit d'une estimation faite par la Banque du Canada. Cette mesure comprend le taux du financement à un jour obtenu par les principaux négociants du marché monétaire sous forme d'opérations générales de nantissement, notamment de pensions spéciales conclues avec la Banque du Canada. Avant 1996, toutes les opérations de pension étaient exclues des données, à l'exception de celles qui étaient négociées directement avec la Banque du Canada. Ces dernières sont prises en compte dans les calculs depuis 1995.
- (7) *L'indice des conditions monétaires (ICM)* est une somme pondérée des variations qu'enregistrent le taux du papier commercial à 90 jours et l'indice C-6 des cours du dollar canadien pondérés en fonction des échanges commerciaux (voir la note technique publiée dans la livraison de l'hiver 1998-1999 de la *Revue de la Banque du Canada*, pages 125 et 126). L'ICM correspond à la somme des variations du taux d'intérêt et du tiers des variations du taux de change. La Banque ne s'efforce pas, à court terme, de maintenir l'ICM à un niveau précis. Voir la livraison de mai 1995 du *Rapport sur la politique monétaire*, page 15.
- (8) *Taux du papier commercial à 90 jours*. Il s'agit d'une estimation, faite à la Banque du Canada, des taux effectivement pratiqués sur le marché par les principaux emprunteurs à la date indiquée.
- (9) L'indice C-6 est une moyenne pondérée des cours du dollar canadien par rapport aux grandes monnaies. (Voir la note technique publiée dans la livraison d'hiver 1998-1999 de la *Revue de la Banque du Canada*, pages 125 et 126.) Les poids attribués aux divers pays s'appuient sur le volume des échanges commerciaux du Canada avec chacun de ces pays au cours des années 1994, 1995 et 1996. L'année de base de l'indice est 1992 (c'est-à-dire que l'indice C-6 est égal à 100 en 1992). L'indice C-6 est plus large que l'indice auparavant utilisé, qui était fondé sur les monnaies des pays du Groupe des Dix, puisqu'il inclut tous les pays de l'Union économique et monétaire européenne.
- (10) M1 brut : monnaie hors banques, plus les comptes de chèques des particuliers, les comptes courants et les corrections apportées à M1 qui sont décrites dans les notes relatives au Tableau E1 (*Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada*)
- (11) M1++ : M1+ plus les dépôts à préavis non transférables par chèque dans les banques et tous les dépôts non transférables par chèque dans les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire, les caisses populaires et les credit unions, moins les dépôts interbancaires à préavis non transférables par chèque, auxquels s'ajoutent les corrections effectuées pour assurer la continuité des données

A1 (suite)

- (12) M2++ : M2+ plus les obligations d'épargne du Canada, les autres titres de placement au détail et les montants cumulatifs nets versés dans les fonds crendement des ommuns de placement autres que les fonds du marché monétaire en dollars canadiens (lesquels sont déjà comptabilisés dans M2+)
- (13) L'écart de rendement entre les obligations classiques et à rendement réel est calculé en fonction de la moyenne des cours acheteur et vendeur, à la clôture, d'une émission d'obligations à long terme prédéterminée. Les variations des taux de rendement observées sur une période peuvent être partiellement imputables au remplacement de l'émission par une autre plus récente. Le rendement des obligations à rendement réel est calculé en fonction de la moyenne des cours acheteur et vendeur établie à la clôture le dernier mercredi du mois et se rapporte aux obligations à rendement réel 4,00 % arrivant à échéance le 1^{er} décembre 2031. Avant le 24 septembre 2001, l'émission de référence était l'émission 4,25 % échéant le 1^{er} décembre 2026. Avant le 7 décembre 1995, l'émission de référence était l'émission 4,25 % échéant le 1^{er} décembre 2021.
- (14-15) IPCX exclut les huit composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. IPCP multiplie chacune des pondérations des composantes du panier de l'IPC par un facteur qui est inversement proportionnel à la variabilité de la composante. Pour plus de renseignements, voir l'article intitulé « Mesures statistiques du taux d'inflation tendanciel » et publié dans la livraison d'automne 1997 de la *Revue de la Banque du Canada*, pages 29-47.
- (16) Coûts unitaires de main-d'œuvre. Il s'agit du revenu total du travail par unité produite (PIB réel aux prix de base).
- (17) IPPI : indice des prix des produits industriels. Cet indice englobe les prix des produits finis qui sont les plus couramment utilisés à des fins de consommation immédiate ou d'investissement.
- (18) Les chiffres relatifs aux gains horaires moyens des employés permanents sont tirés de la publication de Statistique Canada intitulée *Information population active* (n° 71-001 au catalogue).

A2

La plupart des données du Tableau A2 sont tirées des séries publiées dans d'autres tableaux des *Statistiques bancaires et financières*. On trouvera ci-dessous, pour chaque colonne de données, une description détaillée et, le cas échéant, le numéro du tableau des *Statistiques bancaires et financières* d'où proviennent les chiffres.

- (1) M1 brut : monnaie hors banques, plus les comptes de chèques des particuliers, les comptes courants et les corrections apportées à M1 qui sont décrites dans les notes relatives au Tableau E1
- (2) M1+ : M1 brut plus les dépôts à préavis transférables par chèque dans les banques, tous les dépôts transférables par chèque dans les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire, les caisses populaires et les credit unions (desquels sont retranchés les dépôts de ces institutions), plus les corrections effectuées pour assurer la continuité des données
- (3) M1++ : M1+ plus les dépôts à préavis non transférables par chèque dans les banques et tous les dépôts non transférables par chèque dans les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire, les caisses populaires et les credit unions, moins les dépôts interbancaires à préavis non transférables par chèque, auxquels s'ajoutent les corrections effectuées pour assurer la continuité des données
- (4) M2+ : M2 plus les dépôts dans les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire et dans les caisses d'épargne publiques, les dépôts et les parts sociales dans les caisses populaires et les credit unions, les rentes individuelles offertes par les compagnies d'assurance vie, les fonds communs crede placement du marché monétaire et les corrections apportées à M2+ qui sont décrites dans les notes relatives au Tableau E1
- (5) M2++ : M2+ plus les obligations d'épargne du Canada, les autres titres de placement au détail et les montants cumulatifs nets versés dans les fonds communs de placement autres que les fonds du marché monétaire en dollars canadiens (lesquels sont déjà comptabilisés dans M2+)
- (6) Crédits à court terme aux entreprises (Tableau E2)
- (7) Ensemble des crédits aux entreprises (Tableau E2)
- (8) Crédit à la consommation (Tableau E2)
- (9) Crédit hypothécaire à l'habitation (Tableau E2)
- (10) Produit intérieur brut à prix courants (Tableau H1)
- (11) Produit intérieur brut en dollars enchaînés de 1997 (Tableau H2)
- (12) Produit intérieur brut par branche d'activité (Tableau H4)
- (13) Personnes ayant un emploi, d'après l'Enquête sur la population active (militaires exclus) (Tableau H5)
- (14) Taux de chômage, en pourcentage de la population active (Tableau H5)
- (15-16) Les données relatives aux taux d'utilisation des capacités sont tirées de la publication trimestrielle de Statistique Canada intitulée *Taux d'utilisation de la capacité industrielle au Canada* (n° 31-003 au catalogue), qui fournit un aperçu de la méthodologie employée. Les industries productrices de biens non agricoles comprennent l'exploitation forestière, les mines, les carrières et les puits de pétrole, les industries manufacturières, la distribution de gaz et d'électricité et la construction.

A2 (suite)

- (17) Indice des prix à la consommation (Tableau H8)
- (18) Indice des prix à la consommation hors les huit composantes les plus volatiles, à savoir les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, le transport interurbain, le tabac et les intérêts sur prêts hypothécaires de même que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes de l'IPC (Tableau H8)
- (19) Indice de prix en chaîne du produit intérieur brut (Tableau H3)
- (20) Revenu total du travail par unité produite (PIB réel aux prix de base)
- (21-22) Les données relatives aux accords salariaux sont publiées par Ressources humaines et Développement des compétences Canada. Elles représentent l'augmentation annuelle effective du taux de rémunération de base stipulée dans les nouvelles conventions collectives (assorties ou non de clauses de vie chère) et ne concernent que les unités de négociation comptant au moins 500 employés.
- (23-24) Indices des prix des produits de base de la Banque du Canada : indice global et indice hors énergie (Tableau H9)
- (25) Le rendement des *bons du Trésor* est calculé en fonction de la moyenne des cours acheteur et vendeur types observés le mercredi indiqué.
- (26-27) *Quelques rendements d'obligations types du gouvernement canadien*. Les taux indiqués sont calculés en fonction de la moyenne des cours acheteur et vendeur, à la clôture, de certaines émissions d'obligations du gouvernement canadien dont les échéances correspondent à peu près à celles indiquées. Les variations des taux de rendement observées sur une période peuvent être partiellement imputables au remplacement d'une émission par une autre plus pertinente. Le rendement des *obligations à rendement réel* est calculé en fonction de la moyenne des cours acheteur et vendeur établie à la clôture le dernier mercredi du mois et se rapporte aux obligations à rendement réel 4,00 % arrivant à échéance le 1^{er} décembre 2031. Avant le 24 septembre 2001, l'émission de référence était l'émission 4,25 % échéant le 1^{er} décembre 2026. Avant le 7 décembre 1995, l'émission de référence était l'émission 4,25 % échéant le 1^{er} décembre 2021.
- (28-29) Les données relatives à l'excédent ou au déficit budgétaire de l'État sont tirées des *Comptes nationaux des revenus et dépenses* (n^o 13-001 au catalogue), où elles figurent sous la rubrique « prêt net ».
- (30) Solde commercial établi sur la base de la balance des paiements (Tableau J1)
- (31) Solde des transactions courantes établi sur la base de la balance des paiements (Tableau J1)
- (32) Moyenne des cours au comptant du dollar É.-U. en dollars canadiens à midi (Tableau I1)

