



# Le retour au taux flottant (juin 1970 à ce jour)

## Banque du Canada, billet de 50 dollars, série de 1975

On voit ici l'un des billets multicolores de la quatrième série émise par la Banque du Canada, auxquels avaient été ajoutés de nouveaux éléments anti-contrefaçon. Le verso de ces billets était encore orné de scènes canadiennes (l'échantillon ci-dessus porte la figure du « dôme » du Carrousel de la GRC), mais le commerce et l'industrie en étaient les thèmes dominants. L'effigie de la reine figure sur les billets de 1, de 2 et de 20 dollars et celles d'anciens premiers ministres canadiens ornent les autres coupures.

La poussée de l'inflation intérieure donna lieu à la création de la Commission des prix et revenus en 1968 et à l'adoption d'une orientation restrictive pour la politique monétaire, et ce, à un moment où les États-Unis appliquaient des politiques expansionnistes dans le contexte de la guerre du Vietnam et d'un important programme intérieur de dépenses à caractère social. La hausse des prix des produits de base et la vigueur de la demande extérieure de matières premières et d'automobiles exportées par le Canada entraînèrent une amélioration marquée du solde de la balance courante, qui passa d'un déficit considérable en 1969 à un large excédent. Cette amélioration, conjuguée aux entrées

massives de capitaux provoquées par les taux d'intérêt relativement plus attractifs pratiqués au Canada, exerça des pressions à la hausse sur le dollar canadien et sur les réserves internationales du pays. L'afflux de devises qui en résulta fit craindre que les politiques anti-inflationnistes du gouvernement ne soient compromises à moins que des mesures ne soient adoptées pour ajuster à la hausse la valeur du dollar canadien<sup>90</sup>. En outre, on craignait que l'augmentation des réserves de change n'alimente des anticipations d'une réévaluation de la monnaie, ce qui aurait encouragé des entrées de capitaux à court terme spéculatifs au pays.

90. Le taux d'accroissement des prix à la consommation au cours de l'année 1969 et au début de 1970 était d'environ 4 à 5 %. Les taux d'augmentation stipulés dans les accords salariaux étaient également à la hausse, s'établissant à 9,1 % au premier trimestre de 1970.

Le 31 mai 1970, le ministre des Finances, Edgar Benson, annonça que

[Traduction] le Fonds des changes cesserait, pour le moment, de procéder à des achats suffisants de dollars américains pour empêcher le taux de change du dollar canadien de dépasser de plus de 1 % sa parité de 92 ½ ¢ É.-U. (Ministère des Finances, 1970)

Les autorités canadiennes informèrent également le FMI de leur décision de laisser flotter le dollar canadien et de leur intention d'honorer leurs engagements envers le Fonds dès que les circonstances le permettraient. Parallèlement, la Banque du Canada abaissa de 7,5 à 7 % le taux officiel d'escompte dans le but d'atténuer l'attrait que revêtaient les emprunts à l'étranger pour les résidents canadiens et de réduire les entrées de capitaux qui soutenaient le dollar canadien depuis un certain temps.

La décision de laisser flotter le dollar fut prise avec réticence par le gouvernement. Toutefois, le ministre des Finances estimait qu'il n'avait guère d'autre choix si le gouvernement voulait maîtriser l'inflation. Il espérait rétablir un taux de change fixe le plus tôt possible, mais craignait de le fixer prématurément à un niveau qui ne pourrait être défendu.

Comme ce fut le cas en 1950, d'autres options avaient été considérées, mais elles ne furent pas retenues. La défense de la parité du moment créait une situation intenable, car cela pouvait exiger des interventions massives sur le marché des

changes; de telles interventions pouvaient difficilement être financées sans engendrer un risque d'expansion monétaire susceptible d'intensifier à son tour les pressions inflationnistes existantes. De même, un relèvement de la parité fut rejeté, car il aurait favorisé de nouvelles pressions spéculatives à la hausse, les participants au marché l'interprétant comme un premier pas au lieu d'un ajustement unique. L'élargissement, de 2 à 5 %, de la fourchette de fluctuation à laquelle était assorti le taux de change fixe, fut rejeté pour les mêmes raisons (Beattie, 1969). Les autorités envisagèrent également de demander aux États-Unis de reconsidérer la décision d'exempter le Canada de l'application de leur taxe de péréquation des intérêts. L'assujettissement des résidents canadiens à cet impôt aurait fait augmenter le coût des emprunts à l'étranger et, partant, entravé les entrées de capitaux. Toutefois, cette option fut également écartée à cause de l'impact négatif qu'elle risquait d'avoir sur les emprunts des provinces aux États-Unis (Lawson, 1970a).

Tout en admettant la nécessité d'une appréciation notable du dollar canadien, la Banque du Canada était d'avis que l'adoption d'une nouvelle parité de 0,95 \$ É.-U., assortie d'une fourchette de fluctuation plus large de 2 %, pouvait présenter certains avantages (Lawson, 1970b). L'établissement d'une nouvelle parité fixe serait jugé plus acceptable sur la scène internationale qu'une mise en flottement temporaire, et comme la limite inférieure de la nouvelle fourchette d'intervention (environ 0,9325 \$ É.-U.) aurait correspondu à la limite

supérieure de la fourchette d'intervention en vigueur, une telle parité aurait été acceptée par les théoriciens qui préconisaient la mise en place d'un régime de parités à crémaillère. L'adoption d'une nouvelle parité fixe avait également ceci d'avantageux qu'elle permettrait au gouvernement de maintenir un engagement explicite à l'égard du taux de change conformément à ses obligations envers le FMI. Enfin, on s'inquiétait un peu de la possibilité qu'un taux de change flottant n'encourage, comme cela avait été le cas à la fin des années 1950, un dosage non satisfaisant des politiques financières (Lawson, 1970a).

De son côté, le FMI pria le Canada d'établir une nouvelle parité. La direction du Fonds se préoccupait de l'imprécision de l'engagement du Canada à restaurer un taux de change fixe, redoutant que le flottement ne devienne permanent, comme dans les années 1950. Le FMI craignait aussi que la décision du Canada n'alimente l'incertitude existant au sein du système financier international et n'ait de conséquences négatives plus larges sur le système de Bretton Woods, qui subissait déjà des pressions considérables. Les autorités canadiennes refusèrent d'adopter un nouveau taux fixe, soulignant l'importance pour elles de continuer à maîtriser adéquatement la demande intérieure afin de poursuivre leur lutte contre l'inflation.

## Le dollar dans les années 1970

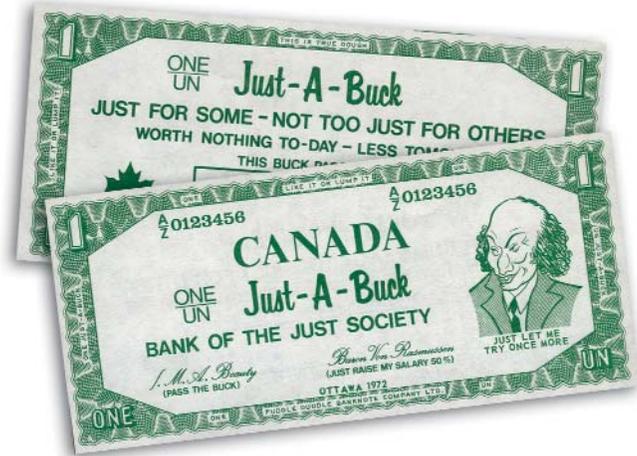
Immédiatement après l'annonce faite par le gouvernement de la mise en flottement du dollar canadien, le taux de change s'inscrit en hausse

rapide, gagnant quelque 5 % pour se situer aux environs de 0,97 \$ É.-U. Il poursuivit sa progression durant tout l'automne 1970 et au début de 1971, s'échangeant dans une fourchette relativement étroite de 0,98 \$ É.-U. à 0,99 \$ É.-U. En 1972, le dollar canadien se négociait à la parité avec le dollar américain. Il atteignait un sommet de 1,0443 \$ É.-U. le 25 avril 1974.

Droits d'auteur sur l'image protégés

La vigueur du dollar canadien durant cette période tenait dans une large mesure à la forte demande mondiale ayant stimulé les prix des produits de base. À cela s'ajoutait un afflux de capitaux étrangers, dû en partie au fait que l'on s'attendait à ce que la balance des paiements du Canada, qui n'était pas un gros importateur net de pétrole, soit moins touchée par le triplement des prix de cette matière première, survenu au cours de 1973, que celle des autres grands pays industriels.

Au début de la décennie, la fermeté du dollar canadien était attribuable également à la faiblesse générale manifestée par le dollar américain par rapport à toutes les autres grandes devises après l'effondrement du système de taux de change fixes de Bretton Woods. Le déficit de la balance des paiements des États-Unis ayant atteint des proportions jusque-là inégalées, le gouvernement américain suspendit la convertibilité en or du dollar le 15 août 1971 et imposa une surcharge de 10 % sur certaines importations. Cette mesure faisait suite à des réévaluations en cascade des grandes monnaies. Le 18 décembre 1971, les grands pays industriels convenaient (accord de Washington) de mettre en place un nouveau régime de parités pour les grandes devises (dollar canadien exclu) et une marge de fluctuation de 2,25 %. Le dollar américain fut également dévalué de 8,57 % par rapport à l'or, mais il restait inconvertible. Cette dernière tentative de sauver le système de Bretton Woods échoua. En 1973, toutes les grandes devises flottaient par rapport au dollar américain.



**Canada, billet de 1 dollar, « just-a-buck » de Trudeau, 1972**  
Cet exemple de « monnaie politique » parodie l'ancien premier ministre Pierre Trudeau et circula pendant la campagne électorale de 1972, qui mena à sa réélection.

La force du dollar canadien vis-à-vis de son pendant américain durant cette période préoccupa les autorités, qui s'inquiétaient de l'impact qu'elle aurait sur les industries canadiennes d'exportation à un moment où le chômage était relativement élevé. Différentes solutions au problème furent examinées et rejetées, car jugées inapplicables ou préjudiciables. Ce fut notamment le cas d'un régime de taux de change double, du recours à la persuasion morale pour inciter les banques à limiter la réduction de leurs avoirs en devises étrangères et du contrôle de la vente de nouvelles émissions de titres canadiens à des non-résidents. Aucune de ces options ne fut jamais mise en pratique (Gouvernement du Canada, 1972). Cependant, par l'accord de Winnipeg conclu le 12 juin 1972, les banques acceptèrent, avec

l'assentiment du ministre des Finances, de fixer un plafond au taux d'intérêt servi sur les gros dépôts à court terme (échéance de moins de un an). Cet accord avait pour but de réduire « l'escalade des taux d'intérêt à court terme au Canada » (Banque du Canada, *Rapport annuel*, 1972, p. 15). La baisse des taux d'intérêt canadiens à court terme et le rétrécissement de l'écart entre les taux canadiens et américains aidèrent à alléger les pressions à la hausse qui s'exerçaient sur le dollar canadien.

La politique monétaire fut moins restrictive qu'elle aurait dû l'être durant toute cette période, la Banque du Canada cherchant à modérer les pressions à la hausse sur la monnaie et à soutenir la demande globale face au ralentissement économique mondial suscité par le choc pétrolier. En rétrospective, on peut affirmer que la Banque « ne se rendait pas compte [...] à quel point l'économie en général et le marché du travail en particulier étaient soumis à des tensions » (Banque du Canada, *Rapport annuel*, 1980, p. 21). Autrement dit, l'économie canadienne tournait plus près des limites de sa capacité qu'on ne l'avait cru précédemment. La politique budgétaire menée au cours de cette période était également très expansionniste et, malgré le fait que la récession de 1974-1975 avait été relativement moins grave au Canada qu'aux États-Unis, où les politiques étaient moins accommodantes, les pressions inflationnistes s'intensifièrent.

### **L'établissement de cibles monétaires**

En réaction à la « stagflation » (combinaison d'un taux de chômage élevé et d'une hausse de l'inflation) qui sévit au début des années 1970, la plupart des grandes économies, dont le Canada, épousèrent le « monétarisme ». En se fondant sur les travaux de Milton Friedman dans lesquels il soutenait que l'inflation était, toujours et partout, un phénomène monétaire, certains croyaient qu'en ciblant une décélération graduelle du taux de croissance de la masse monétaire, on pourrait maîtriser l'inflation à peu de frais. En 1975, la Banque du Canada adopta donc une cible pour la croissance de l'agrégat monétaire au sens étroit, M1, dans l'espoir d'évacuer progressivement l'inflation du système. Par la suite, le rythme d'expansion de la monnaie serait fixé à un niveau conforme aux besoins réels de l'économie, ce qui assurerait la stabilité des prix à long terme. Attrayant en théorie, le monétarisme échoua dans la pratique. Les objectifs de la Banque du Canada en matière de croissance de la masse monétaire furent atteints, mais l'inflation ne ralentit pas de la façon attendue. Le Canada abandonna les cibles monétaires en 1982. Pour de plus amples renseignements, se reporter à la page 88.

Pour faire face à ces pressions, le gouvernement annonça, vers la fin de 1975, un programme de lutte contre l'inflation comprenant des mesures de contrôle des salaires et des prix. De plus, la Banque du Canada adopta une cible pour la croissance de l'agrégat monétaire au sens étroit, M1, en vue de réduire graduellement le rythme d'expansion de la masse monétaire et, partant, l'inflation. Après avoir connu un affaiblissement temporaire en 1975 et être tombé au-dessous de la parité avec le dollar É.-U., le dollar canadien se redressa en 1976. Celui-ci bénéficia fortement de l'important écart entre les taux d'intérêt au Canada et aux États-Unis, les provinces, les municipalités et les sociétés canadiennes empruntant abondamment sur les marchés financiers étrangers. L'appétit des investisseurs étrangers pour les émissions canadiennes s'accrut à la suite du retrait, en 1975, de la retenue de 15 % de l'impôt fédéral sur les intérêts versés à des non-résidents sur les obligations de sociétés à 5 ans et plus. Les emprunts à l'étranger aidèrent à masquer l'incidence que la détérioration des facteurs économiques fondamentaux de l'économie canadienne avait sur notre dollar.

La valeur de ce dernier atteignit 1,03 \$ É.-U. pendant l'été de 1976 dans un climat de volatilité sur les marchés, mais l'élection au Québec du Parti québécois, le 15 novembre 1976, amena ceux-ci à procéder à une réévaluation majeure des perspectives du dollar canadien. L'incertitude politique, conjuguée à un fléchissement des produits de base non énergétiques, aux préoccupations suscitées par

la compétitivité externe du Canada, dans un contexte d'accroissement des pressions sur les coûts et les salaires, et à un déficit substantiel de la balance courante, déclencha une longue période de vente massive de dollars canadiens.

Durant les deux années suivantes, le cours du dollar canadien recula sensiblement, et, à la fin de 1978, il se situait sous la barre des 0,84 \$ É.-U. Ce recul s'opéra malgré la dépréciation du dollar américain par rapport à d'autres grandes monnaies et les interventions vigoureuses effectuées sur le marché des changes par la Banque du Canada, au nom du gouvernement fédéral, pour soutenir le dollar canadien. Afin de renflouer ses réserves internationales, le gouvernement fédéral établit une ligne de crédit de 1,5 milliard de dollars É.-U. auprès de banques canadiennes en octobre 1977, et il l'accrut à 2,5 milliards de dollars au mois d'avril suivant. En juin 1978, une facilité de crédit similaire de 3 milliards de dollars É.-U. fut négociée auprès d'un consortium bancaire américain. En outre, le gouvernement fédéral emprunta considérablement à New York et sur le marché des capitaux allemand pour contribuer au financement du déficit de la balance courante et soutenir la monnaie. La Banque du Canada resserra la politique monétaire jusqu'à la fin de 1978 et, au début de janvier 1979, le taux d'escompte avait bondi de 375 points de base pour atteindre 11,25 %. Au cours des premiers mois de 1979, le gouvernement fédéral contracta d'autres emprunts à l'étranger, cette fois-ci sur les marchés financiers suisse et japonais.

Droits d'auteur sur l'image protégés

On ne constata aucun apaisement des pressions inflationnistes en dépit du durcissement de la politique monétaire et du respect des cibles qui avaient été annoncées pour l'expansion de la masse monétaire. Le taux d'escompte atteignit 14 % à la fin de 1979. Dans ce contexte, toutefois, le dollar canadien se stabilisa pour terminer l'année aux environs de 0,86 \$ É.-U.

## Le dollar dans les années 1980

Tout au long des années 1980, le dollar canadien se négocia dans une large fourchette, enre-

gistrant un recul marqué durant la première moitié de la décennie, puis se redressant vivement durant la seconde moitié. Au début de la période, la Banque eut pour stratégie de chercher à atténuer les effets des importantes fluctuations des taux d'intérêt américains sur le Canada, une partie de cette incidence étant ressentie par les taux d'intérêt, une autre, par le taux de change (Banque du Canada, *Rapport annuel*, 1980). Pour ce faire, la Banque devait disposer de plus de latitude et, en mars 1980, le taux d'escompte fut rattaché au taux des bons du Trésor à trois mois établi à l'adjudication hebdomadaire<sup>91</sup>. Les taux d'intérêt à court terme canadiens montèrent en flèche en 1980 et poursuivirent leur ascension jusqu'au milieu de l'été 1981, le taux d'escompte atteignant un sommet inégalé de 21,24 % au début d'août, avant de ralentir sa course durant le reste de l'année. Au même moment, le dollar canadien faisait l'objet de fortes pressions à la baisse. Parmi les principaux facteurs responsables de sa dépréciation figuraient les préoccupations politiques à l'approche du référendum de mai 1980 au Québec, le fléchissement des prix des produits de base non énergétiques et l'adoption, par le gouvernement fédéral en octobre 1980, du Programme énergétique national, qui déclencha une vague de prises de contrôle de sociétés étrangères par des sociétés canadiennes, en particulier dans le secteur pétrolier. Au milieu de 1981, les décideurs commencèrent à craindre que le glissement du taux de change ne se mette à s'auto-alimenter. Par conséquent, le ministre des

91. Le taux d'escompte avait été établi de la sorte entre la fin de 1956 et le début de 1962.

Finances demanda aux banques à charte de réduire l'octroi de crédits aux fins du financement de prises de contrôle entraînant des sorties de capitaux du Canada.

La confiance dans le dollar canadien continua néanmoins de s'éroder tout au long de 1982 en raison des inquiétudes au sujet de la détermination des décideurs à mettre en œuvre une politique anti-inflationniste et de l'annulation d'un certain nombre de grands projets énergétiques. Le repli du dollar canadien sous la barre des 0,77 \$ É.-U. incita la Banque du Canada à permettre une hausse des taux d'intérêt à court terme afin d'empêcher que la faiblesse croissante de la monnaie « n'entraîne une fièvre spéculative » (Banque du Canada, *Rapport annuel*, 1982, p. 22). En novembre 1982, la Banque annonça à contrecœur qu'elle ne ciblerait plus l'agrégat monétaire M1 dans sa lutte contre l'inflation, du fait notamment que les innovations financières avaient affaibli le lien entre la croissance de la masse monétaire et l'inflation. Des recherches révélèrent également que les modestes changements qui devaient être apportés aux taux d'intérêt en vue de maintenir la croissance de la masse monétaire sur la bonne voie n'influaient pas réellement sur les prix ou la production. Témoignant devant le Comité permanent des finances, le gouverneur Bouey affirma : « nous n'avons pas abandonné le M1, c'est le M1 qui nous a abandonnés » (Chambre des communes, 1983, p. 12). Autrement dit, la croissance de la monnaie au sens étroit n'avait pas réussi à constituer un point d'ancrage fiable.

Bien que le cours du dollar canadien soit remonté à environ 0,82 \$ É.-U. à la suite des mesures prises par la Banque du Canada et de la réaction favorable des marchés au dépôt d'un budget fédéral restrictif, le sursis fut de courte durée. Le dollar canadien réussit en gros à se maintenir par rapport au billet vert tout au long de 1983, mais, à l'instar d'autres grandes monnaies, il s'affaiblit beaucoup en 1984 et au cours de la première moitié de 1985, sous l'effet d'un afflux de capitaux vers les États-Unis, où les taux d'intérêt étaient élevés, et les possibilités d'investissement, relativement avantageuses.

En septembre 1985, étant donné les inquiétudes croissantes suscitées par les déséquilibres extérieurs mondiaux et les pressions spéculatives en faveur du dollar É.-U., les pays industriels du Groupe des cinq s'entendirent dans le cadre de l'accord du Plaza pour provoquer une dépréciation ordonnée du dollar É.-U. au moyen d'interventions concertées plus énergiques sur le marché des changes et de mesures de politique intérieure. Les monnaies d'outre-mer commencèrent à gagner du terrain par rapport au dollar É.-U., mais ce ne fut pas le cas du dollar canadien, qui poursuivit son repli en réaction aux craintes d'un assombrissement des perspectives économiques et financières du Canada ainsi qu'à la baisse du prix des produits de base. Il est également possible que la faillite de deux petites banques canadiennes — la Banque commerciale du Canada et la Norbanque — ait pesé sur la monnaie pendant un certain temps.

### **Les accords du Plaza et du Louvre**

L'accord du Plaza, du nom de l'hôtel Plaza à New York, fut conclu en 1985 par la France, l'Allemagne de l'Ouest, le Japon, les États-Unis et le Royaume-Uni afin de rectifier les importants déséquilibres extérieurs des grands pays industriels et de résister au protectionnisme. En plus d'encourager une dépréciation ordonnée du dollar américain, chaque pays accepta de prendre des mesures spécifiques pour stimuler la demande dans les pays excédentaires, notamment le Japon et l'Allemagne de l'Ouest, et accroître l'épargne dans les pays déficitaires, plus particulièrement les États-Unis. Deux ans plus tard, à Paris, le Groupe des cinq et le Canada consentirent à coordonner plus étroitement leurs politiques économiques pour favoriser une expansion mieux équilibrée à l'échelle mondiale et réduire les déséquilibres existants. Il fut également convenu que les cours des monnaies étaient alors généralement conformes aux facteurs économiques fondamentaux et que tout changement subséquent des taux de change serait découragé. La réussite de l'effort de coordination des politiques des pays industriels demeure un sujet extrêmement controversé. Les pressions protectionnistes mondiales furent évitées, mais la poursuite d'une politique trop expansionniste au Japon contribua à l'apparition d'une bulle spéculative sur le marché des actifs; l'effondrement subséquent du cours des actifs causa des dommages considérables et durables à l'économie de ce pays. L'efficacité d'une intervention concertée sur le marché des changes visant à influencer sur la valeur du dollar É.-U. fut également très contestée.

Après avoir touché un creux jusque-là inégalé de 0,6913 \$ É.-U. le 4 février 1986, le dollar canadien se raffermi à la faveur d'une stratégie concertée d'interventions vigoureuses sur le marché des changes, d'un relèvement important des taux d'intérêt et de l'annonce d'emprunts considérables du gouvernement canadien à l'étranger. Puis, s'étant stabilisé aux alentours de 0,72 \$ É.-U., le dollar canadien amorça une ascension par rapport au dollar américain qui dura jusqu'à la fin de la décennie.

En février 1987, le Canada et les autres grands pays industriels conclurent l'accord du Louvre, qui avait pour objectif une coordination plus étroite de leurs politiques et la stabilisation des taux de change. En conformité avec cet accord, le Canada participa à de nombreuses interventions conjointes en vue de soutenir le dollar américain par rapport au mark allemand et au yen. Le dollar canadien fléchit brièvement à la suite du krach boursier d'octobre — l'indice de la Bourse de Toronto perdit 17 % en deux jours —, mais il se ressaisit peu de temps après.

Notre monnaie continuera de se raffermir tout au long de 1988 et de 1989 grâce à divers facteurs, dont l'essor économique engendré par la remontée des prix des produits de base, la politique budgétaire expansionniste des gouvernements fédéral et provinciaux et un durcissement prononcé de la politique monétaire, qui visait à atténuer la surchauffe de l'économie et à réduire les pressions inflationnistes. La réaction favorable des investisseurs

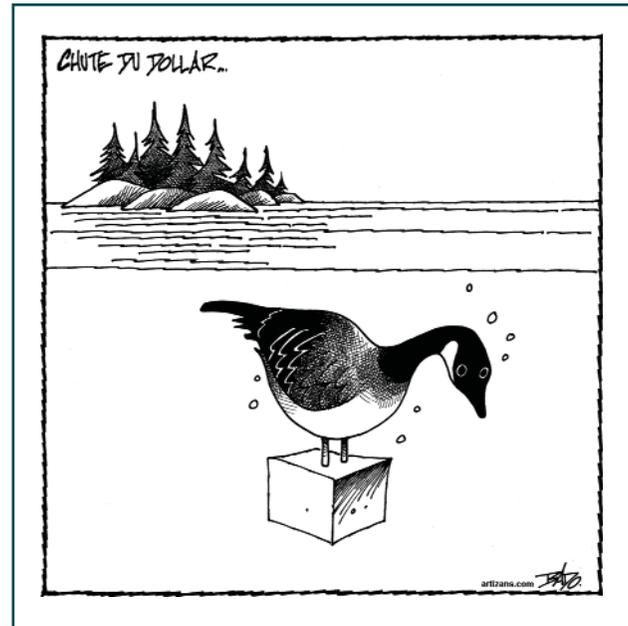
à la conclusion de l'accord de libre-échange avec les États-Unis en 1988 apporta également un soutien au dollar canadien<sup>92</sup>. À la fin de la décennie, celui-ci cotait 0,8632 \$ É.-U.

## Le dollar dans les années 1990

Si le dollar canadien se portait bien à l'amorce des années 1990, il perdit du terrain par rapport au dollar américain pendant la majeure partie de la décennie; il atteignit un sommet de 0,8934 \$ É.-U. le 4 novembre 1991, mais termina la décennie à 0,6929 \$ É.-U.

Tout au long de 1990 et durant la presque totalité de 1991, le dollar canadien s'apprécia par rapport au billet vert (et aux grandes devises d'outre-mer). Cela s'expliquait principalement par un nouveau durcissement de la politique monétaire, dans le contexte de l'annonce d'objectifs de réduction de l'inflation en février 1991, et par un élargissement des écarts des taux d'intérêt qui favorisait les placements canadiens.

Après s'être hissé à l'automne 1991 à son niveau le plus haut par rapport au dollar É.-U. depuis la fin des années 1970, le dollar canadien commença à se déprécier, dégringolant tout au long de 1992, pour se situer à 0,7868 \$ É.-U. en fin d'année. La diminution graduelle, mais soutenue, de la valeur du dollar canadien, qui s'est poursuivie durant 1993 et 1994, est imputable à divers facteurs.



**Le huard plonge, les deux pattes dans un bloc de ciment!**  
Caricature publiée le 6 avril 1994, Bado/artisans.com

Étant donné que le taux d'inflation avait fléchi, pour s'établir à l'intérieur de la fourchette cible arrêtée en 1991 — et même au-dessous de celle-ci pendant un certain temps — et qu'il existait une importante marge de capacités inutilisées dans l'économie, la Banque du Canada chercha à assouplir les conditions monétaires en abaissant les taux d'intérêt. Les pressions à la baisse sur le dollar résultaient également des préoccupations croissantes au sujet de la persistance des problèmes budgétaires tant au

92. L'appréciation du dollar canadien qui s'est produite à la suite de la conclusion de l'accord de libre-échange avec les États-Unis donna naissance à un mythe selon lequel le gouvernement du Canada avait secrètement accepté d'orchestrer une hausse de la valeur du dollar canadien en contrepartie de la ratification de l'accord.

### **L'instauration de cibles d'inflation**

En février 1991, le gouvernement et la Banque du Canada établirent une trajectoire pour la réduction de l'inflation, l'objectif étant de ramener graduellement le taux d'inflation (mesuré par l'IPC) à 2 % — soit le point médian d'une fourchette cible de 1 à 3 % — pour la fin de 1995. Cet engagement explicite à l'égard d'une cible d'inflation eut pour effet de fournir un point d'ancrage nominal à la politique monétaire, d'aider à façonner les attentes du marché relativement à l'inflation future et de renforcer la responsabilisation de la banque centrale. La période d'application de la fourchette cible de 1 à 3 % fut par la suite prolongée à trois reprises, jusqu'à la fin de 2006. Une bonne part des variations que connaît l'IPC à court terme étant attribuable aux fluctuations passagères des prix de composantes volatiles (dont l'essence), la Banque se concentre, à des fins opérationnelles, sur un indice mesurant l'inflation fondamentale — appelé indice de référence — qui exclut les huit composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes.

niveau fédéral que provincial, de l'affaiblissement des prix des produits de base et des déficits considérables de la balance courante. Le climat international était également défavorable. Le mécanisme de change mis en place en Europe fut la cible de nombreuses attaques au cours de 1992 et de 1993, puis les taux d'intérêt américains s'inscrivirent en hausse en 1994. La crise du peso mexicain en 1994 et au début de 1995 attira également l'attention des investisseurs sur la faiblesse des facteurs fondamentaux de l'économie canadienne, plus particulièrement l'importance des déficits enregistrés au chapitre des finances publiques et de la balance courante.

Le dollar canadien retrouva une certaine stabilité en 1995 et en 1996 pour diverses raisons, dont un relèvement des taux d'intérêt à court terme (du moins au début de la période), des signes attestant que les problèmes budgétaires étaient en voie d'être réglés, une forte amélioration de la balance canadienne des paiements attribuable notamment au renchérissement des produits de base, et la place moins importante accordée aux questions constitutionnelles. Durant la majeure partie de cette période, le dollar canadien se négocia dans une fourchette relativement étroite, aux alentours de 0,73 \$ É.-U.

La monnaie recommença, en 1997, à afficher des signes de faiblesse, qui devinrent de plus en plus manifestes en 1998, en dépit de la vigueur des facteurs fondamentaux de l'économie intérieure, à savoir un très bas taux d'inflation, une croissance économique modérée et des finances publiques

Droits d'auteur sur l'image protégés

saines. Une fois de plus, la dépréciation tenait en partie à des facteurs externes, dont une chute des prix des produits de base. Ceux-ci se mirent à fléchir à l'été 1997, mais dégringolèrent par la suite en raison de la crise financière et économique qui sévissait dans des pays à marché émergent d'Asie. L'affaiblissement du dollar canadien eut pour effet d'amortir les chocs et contribua à atténuer les répercussions du recul des prix des produits de base sur la demande globale et l'activité au Canada.

Les larges écarts qui s'étaient créés au préalable entre les taux d'intérêt des instruments financiers canadiens et américains en faveur de ces derniers jouèrent également contre le dollar

### **Les interventions sur le marché des changes**

La Banque du Canada, au nom du gouvernement canadien, intervint pour la dernière fois sur le marché des changes le 27 août 1998. Par le passé, le Canada avait eu pour politique d'intervenir systématiquement afin de contrer, de manière automatique, toute pression importante à la hausse ou à la baisse sur le dollar canadien. En septembre 1998, cette stratégie fut abandonnée, puisqu'elle ne réussissait pas à contenir les mouvements du taux de change imputables aux facteurs fondamentaux de l'économie. Ni le gouvernement ni la Banque du Canada ne visent un niveau particulier pour le dollar canadien, tous deux étant d'avis que la valeur de la monnaie doit être établie par le marché. Au fil du temps, ce sont les facteurs fondamentaux qui déterminent cette valeur. À l'heure actuelle, le Canada intervient sur le marché des changes de façon discrétionnaire et à de rares occasions, par exemple en période d'effondrement du marché ou de volatilité extrême de la monnaie. Pour de plus amples renseignements, consulter le site Web de la Banque du Canada, à [www.banqueducanada.ca](http://www.banqueducanada.ca).

canadien, comme le fit l'attrait exercé par le dollar américain comme monnaie refuge dans un contexte de crise internationale. La montée du prix des actions américaines, attribuable à une reprise de la croissance de la productivité et à d'importants flux de capitaux vers le secteur de la haute technologie, constitue un autre facteur qui soutint, en arrière-plan, la valeur du dollar américain vis-à-vis de celle des autres monnaies, y compris le dollar canadien. L'influence de ce facteur se fit sentir tout le reste de la décennie.

Au cours de l'été 1998, la crise qui sévissait dans les pays à marché émergent se propagea et s'intensifia face à la défaillance de la Russie et aux inquiétudes croissantes concernant un certain nombre de pays d'Amérique latine. Le dollar canadien toucha un creux de 0,6311 \$ É.-U., le 27 août 1998, avant de se redresser légèrement sous l'influence des mesures énergiques prises par la Banque du Canada, dont un relèvement des taux d'intérêt à court terme de un point de pourcentage et de vigoureuses interventions sur le marché des changes. Compte tenu de la faiblesse des prix mondiaux des produits de base, la dépréciation du dollar canadien n'était pas étonnante. Néanmoins, les autorités s'inquiétaient de l'augmentation des primes de risque sur les actifs en dollars canadiens et d'une perte de confiance potentielle dans les placements en dollars canadiens. Les réductions de taux d'intérêt décidées par la Réserve fédérale et le

retour à un minimum de stabilité sur les marchés financiers à la suite de son intervention visant à calmer les marchés au lendemain de l'effondrement du fonds LTCM (Long-Term Capital Management) permirent à la Banque du Canada de faire baisser les taux d'intérêt canadiens sans miner la confiance dans la monnaie du pays<sup>93</sup>.

Au cours de la dernière année de la décennie, le dollar canadien regagna en partie le terrain perdu par rapport au dollar É.-U. en raison de l'amélioration de la situation financière internationale et de la focalisation des investisseurs sur la vigueur des facteurs fondamentaux de l'économie canadienne, dont la diminution du déficit de la balance courante et le raffermissement des cours mondiaux des produits de base.

## Le dollar au XXI<sup>e</sup> siècle

Le dollar canadien recommença à s'affaiblir en 2000 et en 2001 et toucha un creux sans précédent de 0,6179 \$ É.-U. le 21 janvier 2002. Pendant la majeure partie de la période, le dollar américain s'apprécia par rapport à toutes les autres grandes monnaies, atteignant des sommets inégalés depuis plusieurs années à la faveur d'importants afflux de capitaux privés aux États-Unis, lesquels avaient été favorisés par le dynamisme soutenu de la croissance et de nouveaux gains substantiels de productivité dans ce pays. Un fléchissement des prix des

93. LTCM était un fonds spéculatif respecté dont le conseil d'administration comptait deux économistes lauréats du prix Nobel, Myron Scholes et Robert Merton. Société à fort levier financier, LTCM ne détenait qu'approximativement 5 milliards de dollars É.-U. en fonds propres sur un actif d'environ 130 milliards de dollars É.-U. LTCM essuya d'énormes pertes sur le marché des swaps ainsi que sur les marchés obligataires et boursiers lorsque ceux-ci devinrent illiquides et que les écarts de taux entre les obligations d'État et les autres instruments se creusèrent de façon étonnamment marquée. À la suite de la défaillance de la Russie, LTCM subit aussi des pertes sur son portefeuille de titres de dette de ce pays et d'autres économies émergentes.

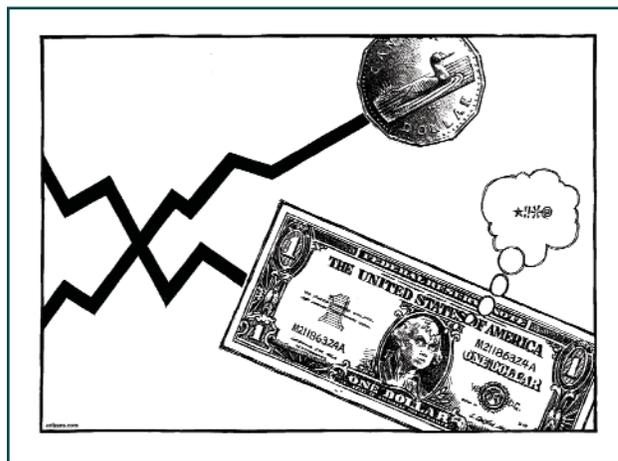


#### Banque du Canada, billet de 20 dollars, 2004

Les billets de la série *L'épopée canadienne*, la sixième émission par la Banque du Canada, comportent les mêmes portraits et les mêmes couleurs dominantes que ceux de la série précédente, mais sont ornés d'images témoignant des valeurs et des réalisations canadiennes. Au verso du billet de 20 dollars sont illustrées, pour représenter le thème des arts et de la culture au Canada, des œuvres de l'artiste canadien Bill Reid, inspirées de l'art haïda.

produits de base en 2001, provoqué par une brusque décélération de l'activité aux États-Unis, puis à l'échelle mondiale, sapa également la valeur du dollar canadien. Toujours en 2001, les marchés furent temporairement perturbés par les attentats terroristes du 11 septembre aux États-Unis.

Dans ce contexte économique et politique incertain, les banques centrales partout dans le monde réduisirent les taux d'intérêt afin de soutenir



Caricature publiée le 5 mai 2005, Bruce MacKinnon/artizans.com

la demande et d'assurer la liquidité des marchés. La Banque du Canada abaissa les taux d'intérêt à court terme de 375 points de base en 2001 et au début de 2002.

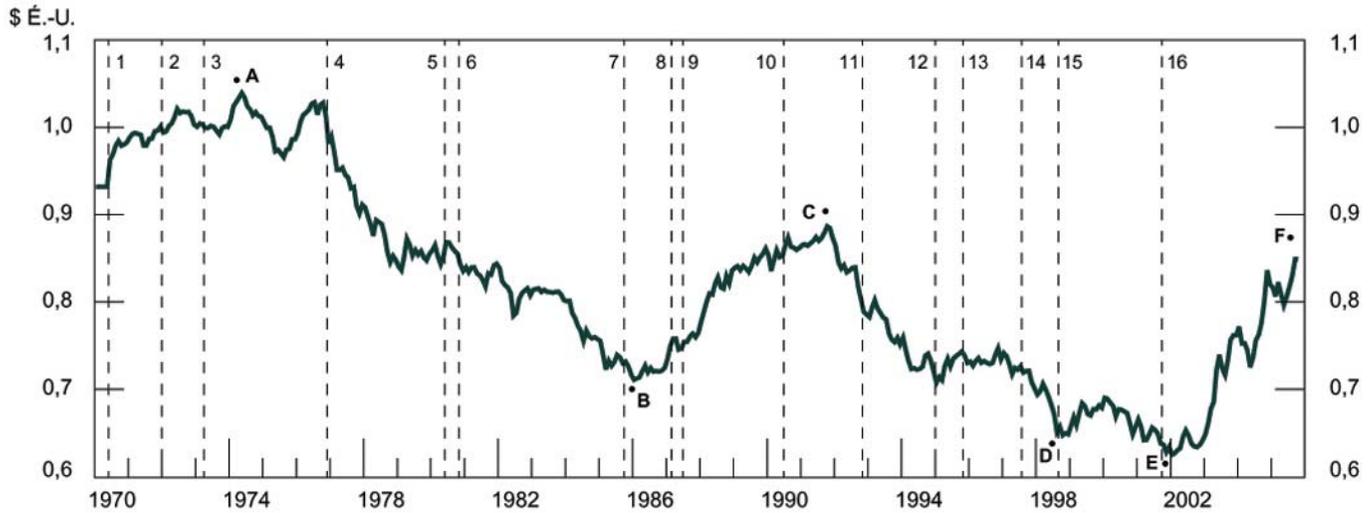
Le dollar canadien se stabilisa pendant le reste de l'année 2002, avant de commencer à remonter la pente sous l'effet d'une reprise de l'économie mondiale et de l'essoufflement du dollar É.-U. par rapport aux autres monnaies. Le dollar canadien s'apprécia nettement en 2003 et en 2004, culminant à plus de 0,85 \$ É.-U. en novembre 2004, niveau inégalé depuis treize ans. Il s'agissait là d'une augmentation d'environ 38 % en deux ans seulement. L'ascension du dollar canadien traduisait la robustesse de la conjoncture mondiale, qui, portée principalement par les États-Unis et les économies émergentes d'Asie (plus particulièrement la Chine), poussait à la hausse les prix des produits de base que le Canada exporte. Parallèlement,

L'inquiétude croissante des investisseurs au sujet de l'élargissement du déficit de la balance courante des États-Unis faisait baisser la valeur de l'unité monétaire américaine par rapport à celle de toutes les autres grandes devises. S'étant replié quelque peu durant la première moitié de 2005 tandis que le dollar É.-U., soutenu par la montée des taux d'intérêt américains, se raffermissait légèrement par rapport à l'ensemble des autres monnaies, le dollar canadien se mit à regagner du terrain au cours de l'été, sous l'effet de la hausse des prix de l'énergie. Il s'apprécia vis-à-vis de toutes les autres grandes devises et atteignit un sommet de 0,8630 \$ É.-U. le 30 septembre 2005. À la fin d'octobre, en réaction à un recul des prix de l'énergie, il perdait un peu de sa vigueur et se négociait généralement aux alentours de 0,84 \$ et 0,85 \$ É.-U.

## Graphique 6

### Cours du dollar canadien par rapport au dollar américain

Moyennes mensuelles (1970-2005)



- A : 25 avril 1974 : sommet récent du dollar canadien (1,0443 \$ É.-U.)
- B : 4 février 1986 : 0,6913 \$ É.-U.
- C : 4 novembre 1991 : 0,8934 \$ É.-U.
- D : 27 août 1998 : 0,6311 \$ É.-U.
- E : 21 janvier 2002 : creux record du dollar canadien (0,6179 \$ É.-U.)
- F : 30 septembre 2005 : 0,8630 \$ É.-U.

Source : Banque du Canada

1. 31 mai 1970 : mise en flottement du dollar canadien
2. Décembre 1971 : conclusion de l'accord de Washington
3. Mars 1973 : effondrement du système de Bretton Woods
4. 15 novembre 1976 : élection du Parti québécois au Québec
5. 20 mai 1980 : tenue d'un référendum au Québec
6. Octobre 1980 : lancement du Programme énergétique national
7. Septembre 1985 : conclusion de l'accord du Plaza
8. Février 1987 : conclusion de l'accord du Louvre
9. 3 juin 1987 : conclusion de l'accord Meech
10. 26 juin 1990 : échec de la ratification de l'accord Meech
11. 26 octobre 1992 : rejet de l'accord de Charlottetown
12. Décembre 1994 : début de la crise mexicaine
13. 30 octobre 1995 : tenue d'un référendum au Québec
14. Juillet 1997 : début de la crise asiatique
15. 12 août 1998 : début de la crise suscitée par la défaillance de la Russie
16. 11 septembre 2001 : attentats terroristes aux États-Unis