

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.

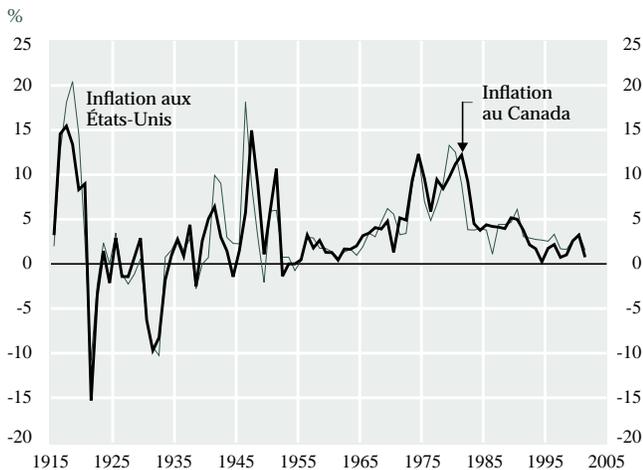
Au début du XX^e siècle, l'orthodoxie monétaire voulait qu'un pays « développé » définisse son unité monétaire par rapport à un poids d'or et confie à une banque centrale l'émission des billets et la protection de la valeur de la monnaie. Ces institutions furent mises à rude épreuve par la Première Guerre 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 « gérerait 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

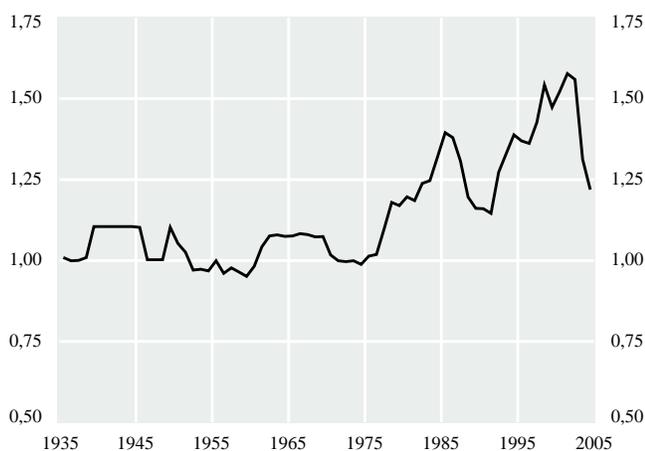
commenta la décision en ces termes [traduction] : « Il était impossible d'établir avec un degré d'assurance raisonnable à quel niveau le nouveau taux fixe devrait se situer pour avoir des chances de se maintenir. Nous n'avions pas d'autre choix que de laisser flotter le dollar afin qu'il trouve son propre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

