

# **Allocution du conférencier d'honneur**

---



## Le Canada et les taux de change flottants

---

*Milton Friedman*

Mon dernier entretien approfondi au sujet des taux de change avec un représentant de la Banque du Canada remonte au 13 avril 1948. C'était avec Donald Gordon, à l'époque sous-gouverneur de la Banque, dans le cadre d'une table ronde diffusée à la radio tous les dimanches matins sous les auspices de l'Université de Chicago. C'était l'émission dominicale la plus écoutée à l'époque dans son genre. Le Canada était alors aux prises avec une balance des paiements courants fortement déficitaire, notamment parce que son dollar s'était apprécié deux ans auparavant. Il essayait de soutenir sa monnaie en recourant au contrôle des changes, ce qui n'allait pas sans mal.

Tel était le sujet de notre table ronde, qui était radiodiffusée depuis Toronto. L'émission elle-même ne durait qu'une demi-heure mais, comme le voulait la tradition, les participants à la table ronde se rencontraient la veille autour d'un dîner, afin de discuter du contenu de l'émission. C'est ainsi que j'ai pu m'entretenir longuement du problème des taux de change avec Donald Gordon et l'autre participant, le professeur W. A. Mackintosh.

J'ai eu l'impression, aussi étrange que cela puisse paraître maintenant, que c'était la première fois que Donald Gordon se voyait présenter un plaidoyer sérieux en faveur de l'adoption de taux de change flottants comme pivot des arrangements financiers internationaux.

L'année suivante, en 1949, le Canada dévaluait le dollar. Cela n'ayant rien donné, il décidait, le 30 septembre 1950, de le laisser flotter. Un an encore après cela, il renonçait au contrôle des changes, et la Banque du Canada cessait d'intervenir sur le marché.

Puis, en 1952, le Canada est passé à un régime de flottement pur. Jusqu'en 1960, ce régime a donné d'excellents résultats; le taux de change ne variait pas beaucoup. On observait bien des fluctuations de courte durée, mais aucune crise digne de ce nom. De toute évidence, les mouvements spéculatifs se stabilisaient, et la Banque du Canada se tenait dans une large mesure en retrait.

Pourquoi, dans ces conditions, le Canada est-il revenu à une parité fixe en 1962? C'est là une question très intéressante et, je crois, un épisode très instructif. J'ai abordé ce point lors d'un débat public en 1967; voici une version écourtée des propos que j'ai tenus alors :

[Traduction]

[...] un régime de changes flottants ne garantit pas la validité de la politique monétaire intérieure. Vous pouvez avoir une politique monétaire inepte aussi bien avec un régime de changes fixes qu'avec un régime de changes flottants. La différence, c'est que les taux flottants vous permettent de mener une politique monétaire judicieuse sans tenir compte du reste du monde [...]

La raison pour laquelle le Canada a abandonné le régime de changes flottants est que ce dernier fonctionnait extrêmement bien mais que sa politique monétaire intérieure était désastreuse.

Cette politique monétaire devait mener à un chômage élevé et à un grave affrontement, en 1961, entre le gouverneur de la Banque du Canada à l'époque, J. E. Coyne, et le gouvernement. Celui-ci demanda au gouverneur de démissionner, ce que James Coyne finit par faire au milieu de 1961, après une longue période de tension.

À son départ, « on a voulu prendre des mesures afin de lutter contre le chômage au Canada. Cependant, au lieu de corriger une politique monétaire mal orientée, comme le bon sens le commandait, les autorités ont tenté de faire baisser le taux de change et de stimuler l'emploi en freinant les importations et en encourageant les exportations » — c'est-à-dire en procédant à une dévaluation concurrentielle, ce fléau des années 1930.

Qu'est-il arrivé alors? La Banque du Canada a annoncé qu'elle allait essayer de faire diminuer le cours du dollar canadien par des opérations spéculatives sur le marché des changes. Les spéculateurs ne l'ayant pas crue, ils se sont contentés de faire la contrepartie lorsque la Banque a commencé à spéculer contre le dollar canadien; le marché n'a donc pas bougé, et le cours du dollar est resté à peu près fixe.

La Banque s'est alors dit : « C'est que nous n'avons pas procédé à une assez grande échelle; c'est ce que nous allons faire maintenant. » Elle a annoncé des mesures de plus en plus ambitieuses et s'est engagée dans des opérations spéculatives de plus en plus importantes.

Le cours du dollar canadien a fini par s'orienter à la baisse, et les spéculateurs se sont rendu compte que les autorités étaient déterminées à aller jusqu'au bout. Et que font les spéculateurs en pareil cas? Ils emboîtent le pas. Aussi le taux de change s'est-il mis soudainement à dégringoler beaucoup plus vite que le gouvernement l'avait voulu.

Les autorités étaient maintenant prises à leur propre jeu. « La situation nous échappe. Comment stopper la chute du dollar? » Quand elles s'étaient lancées dans cette opération, elles n'avaient aucune intention de rattacher le dollar à une monnaie de référence. Elles essayaient seulement de le faire diminuer.

Lorsque, sous la pression des spéculateurs, la baisse du dollar s'est accélérée, les autorités auraient dû tout de suite avouer leur erreur et annoncer qu'elles se retiraient du marché et qu'elles allaient laisser le dollar revenir à son niveau antérieur.

Mais, comme je l'ai déclaré à l'époque (n'oubliez pas que je cite des propos tenus en 1967), « aucun gouvernement au monde n'admettra jamais une faute. Le gouvernement a une règle d'or : les erreurs qu'il commet sont chaque fois différentes, et, surtout, mais il ne faut jamais avouer avoir été dans l'erreur. »

Par conséquent, « au lieu de simplement réparer leur erreur, les autorités ont déclaré qu'elles allaient enrayer cette chute du dollar en fixant le taux de change à 92,5 cents É.-U. Des interventions massives ont alors été nécessaires pour mettre un terme à la spéculation et fixer la parité au niveau voulu. Mais les autorités sont parvenues à leurs fins, et le cours du dollar canadien s'est établi à 92,5 cents, niveau qui a été maintenu ensuite [jusqu'en 1970]<sup>1</sup>. »

Voilà qui termine ma citation. Revenons maintenant à la question de savoir pourquoi les autorités ont opté pour un régime de changes flottants en 1970.

---

1. Propos de Milton Friedman et Robert V. Roosa, *The Balance of Payments: Five versus Fixed Exchange Rates*, AEI Rational Debate Seminar (Washington (D.C.), American Enterprise Institute, 1967), p. 122-125.

En 1970, la politique expansionniste appliquée aux États-Unis et la demande extérieure de produits canadiens — c'était, ne l'oublions pas, l'époque de la guerre du Vietnam — se sont traduites par d'importants excédents de la balance des paiements courants, susceptibles d'accroître les tensions inflationnistes. Pour contrecarrer ces dernières, les autorités décidèrent à contrecœur de laisser le dollar canadien flotter de nouveau; le Canada était alors le seul grand pays à avoir une parité flottante.

Le 15 août 1971, le président Nixon suspendait la convertibilité du dollar américain. L'effondrement de l'accord de Washington, conclu peu après, devait ensuite amener tous les grands pays à opter pour des taux flottants en 1973.

Depuis 1970, le dollar canadien n'a cessé de flotter, la Banque du Canada se contentant d'interventions de faible envergure. Son cours a connu d'importantes fluctuations et est passé d'un niveau légèrement supérieur à un dollar É.-U. dans les années 1970 à un creux d'à peu près 65 cents É.-U. ces dernières années. Les fluctuations à court terme ont généralement été peu prononcées, tandis que les mouvements de plus grande amplitude se sont produits graduellement, sous l'effet de l'évolution de la position internationale du Canada.

Au cours des 30 dernières années, l'inflation a été en moyenne d'environ un demi-point de pourcentage plus élevée au Canada qu'aux États-Unis. Cela correspond à un peu plus de la moitié de la baisse du dollar canadien par rapport à la devise américaine au cours de la même période.

L'expérience vécue par le Canada témoigne éloquemment des leçons que nous ont enseignées, de façon beaucoup plus dramatique, les crises de change des années 1990. Les parités fixes contrôlées par une banque centrale indépendante constituent une invite permanente aux problèmes de balance des paiements. Chacune des crises survenues au cours de cette décennie, tout comme chacune des crises ayant frappé le Canada dans le passé, s'est produite sous un régime de changes fixes.

Le Japon éprouve de très sérieux problèmes internes depuis le début des années 1990, mais son taux de change flottant l'a préservé des crises de balance des paiements.

Si cette assertion peut être démontrée, comme je le crois, une question intéressante se pose : pourquoi la plupart des banques centrales — et le Canada constitue à cet égard une importante exception — ont-elles manifesté autant d'enthousiasme, jusqu'à une date relativement récente, pour les changes fixes?

Si le taux de change est véritablement fixe dans un pays, la banque centrale n'a rien à faire. Elle n'a qu'à laisser évoluer l'offre de monnaie, à la hausse ou à la baisse, de manière à maintenir le taux de change. La banque centrale pourrait donc craindre que sa raison d'être ne soit remise en question.

En régime de changes flottants, par contre, la banque centrale joue un rôle bien réel. Elle doit essayer de mener la politique monétaire de manière à préserver une relative stabilité du niveau des prix ou à atteindre les autres objectifs qu'elle a pu se fixer sur le plan intérieur. Et dans ce cas, ainsi que nous avons pu le constater ces dernières années, les décisions de la banque centrale pèsent plus lourd.

Cette préférence pour les changes fixes m'a toujours déconcerté, car il est, d'après moi, dans l'intérêt bien compris d'une banque centrale de privilégier un régime de changes flottants.

## Questions et réponses

---

**John Crow :** Ces dernières années, la productivité s'est accrue moins vite au Canada qu'aux États-Unis. Selon certains partisans de l'adoption par le Canada d'une parité fixe, le flottement de notre dollar, qui s'est déprécié en termes tant réels que nominaux tout au long des années 1990, est en partie à l'origine de cette croissance plus lente. Croyez-vous qu'un taux de change nominal flottant puisse influencer sur la productivité?

**Milton Friedman :** C'est une excellente question, et des plus importantes. À mon avis, ces personnes attribuent au taux de change flottant des effets qui ont en réalité d'autres causes. Il n'y a absolument aucune raison pour qu'un taux flottant réduise de quelque façon que ce soit votre productivité. Je pense plutôt que les effets attribués au régime de changes flottants sont imputables aux causes avancées par Michael Walker, entre autres, à savoir une fiscalité et une réglementation plus lourdes qu'aux États-Unis, ainsi qu'un exode de personnes qualifiées du Canada vers son voisin du sud.

Je soupçonne également que, si vous tentiez de rattacher le dollar canadien à une monnaie de référence et d'en porter le cours à un niveau plus élevé, vos problèmes empireraient au lieu de s'atténuer. Vous élimineriez en effet les ajustements automatiques qui s'opèrent à l'heure actuelle entre les différences de conjoncture intérieure au Canada et aux États-Unis.

La question que vous soulevez est liée aux raisons pour lesquelles le dollar canadien s'est déprécié par rapport à la devise américaine de beaucoup plus que ne permet de l'expliquer le différentiel d'inflation. L'écart résiduel tient à des différences de productivité.

D'une manière ou d'une autre, il faut que la croissance de la productivité ait été plus faible au Canada qu'aux États-Unis. Là encore, il faut s'interroger

sur la cause de ce phénomène. Cette cause est strictement interne. Ce n'est pas en changeant le régime de change qu'on règlera le problème.

**Charles Freedman :** L'Équateur et le Costa Rica sont passés récemment à la dollarisation. À votre avis, celle-ci représente-t-elle une option intéressante pour un pays comme le Canada?

**Milton Friedman :** Je crois qu'elle est valable surtout pour les pays qui, autrement, auraient une politique monétaire désastreuse sur le plan interne.

J'ai toujours soutenu qu'un petit pays a deux possibilités : éliminer sa banque centrale et rattacher de façon rigoureuse sa monnaie à une devise de référence — c'est-à-dire « fusionner » dans les faits sa monnaie avec la devise dominante comme l'ont fait l'Argentine et Hong Kong avec leur caisse d'émission —, ou alors laisser sa monnaie flotter librement.

La dollarisation n'est cependant pas justifiée dans le cas du Canada. Il me semble à l'heure actuelle que, si j'étais Canadien, je ne voudrais pas intégrer ma monnaie au dollar américain. La politique monétaire américaine n'a pas toujours été exemplaire. Nous traversons actuellement une période faste, mais si l'on prend un peu de recul, le Canada s'en est beaucoup mieux sorti que les États-Unis au cours des années 1930, de même que pendant les années 1970.

Je dirais que, pour un grand pays comme le Canada, il vaut beaucoup mieux avoir un régime de changes flottants que d'essayer d'arrimer sa monnaie au dollar américain.

**Lawrence Schembri :** Que pensez-vous de l'utilisation des cibles en matière d'inflation, au Canada et dans d'autres pays, à titre de points d'ancrage nominaux de la politique monétaire, parallèlement à un régime de changes flottants?

**Milton Friedman :** Cette stratégie se défend. Seul le temps nous permettra de juger de sa valeur. Jusqu'ici, elle semble avoir donné de très bons résultats.

Les efforts de la Nouvelle-Zélande, qui a été un pionnier à certains égards dans ce domaine, ont été couronnés de succès. La Grande-Bretagne a également adopté des cibles d'inflation. Mais les États-Unis, qui n'ont pas opté pour ce système, ont eux aussi obtenu de bons résultats.

L'important, je crois, est que toutes les banques centrales ont commencé à tirer les leçons du passé. Elles ont appris à ne pas vouloir trop en faire, à ne pas penser qu'elles peuvent procéder à un « réglage fin » de l'économie.

Les cibles d'inflation ont, à mon sens, la vertu de constituer en quelque sorte un engagement, à savoir que la banque centrale ne tentera pas de régler avec précision l'activité économique — ce qui lui donne une certaine crédibilité sur le marché.

Personnellement, bien sûr, je serais partisan d'éliminer complètement la banque centrale, pour confier tout simplement à un ordinateur le soin de... en fait, j'ai deux variantes à proposer. La première consisterait à maintenir fixe le montant de monnaie centrale et à laisser le marché évoluer à son gré. La seconde variante consisterait à seconder le marché en imprimant un montant donné de monnaie centrale tous les mois ou tous les trimestres, de manière à obtenir un taux constant de croissance monétaire.

Au cours de la période récente, ces propositions n'ont pas présenté l'intérêt qu'elles pouvaient avoir naguère, parce que la relation entre l'expansion monétaire et l'inflation s'est considérablement détériorée dans le monde durant les dix ou vingt dernières années. Cela est toutefois dû en partie au grand nombre d'innovations financières et de mutations qui ont marqué cette période; tôt ou tard, l'offre de monnaie redeviendra déterminante dans l'évolution de l'inflation à long terme.

**Michael Bordo :** Pensez-vous que l'avènement récent de l'euro entraînera la formation d'autres zones monétaires communes?

**Milton Friedman :** Voilà une question extrêmement intéressante. Je pense que l'apparition de l'euro a été l'une des rares choses vraiment nouvelles auxquelles nous ayons assisté dernièrement. On n'avait jamais vu auparavant, à ce que je sache, une banque centrale unique contrôlant des pays politiquement indépendants.

Dans le régime de l'étalon-or, les différents pays choisissaient d'adhérer à un étalon particulier, l'or, en gardant toujours la possibilité de s'en détacher ou de modifier la parité de leur monnaie. Avec l'euro, cette possibilité n'existe plus. Pour qu'un pays s'en détache, il doit sortir *complètement* du régime. Il doit se doter d'une monnaie entièrement nouvelle.

Je crois que l'euro bénéficie actuellement d'une lune de miel. Je lui souhaite bonne chance, mais je ne suis vraiment pas optimiste. Je crois que les écarts vont se creuser entre les différents pays et qu'ils vont être en butte à des chocs asynchrones. L'Irlande vit actuellement une situation bien particulière; elle a besoin d'une politique monétaire fort différente de celle de l'Espagne ou de l'Italie.

Sur un plan purement théorique, il est difficile de croire que ce système pourra rester stable pendant longtemps. Par ailleurs, rien n'est statique, la situation ne cesse d'évoluer.

Le seul élément que j'aimerais signaler à ce propos est que l'adoption d'une monnaie unique — l'union monétaire — a tendance à entraîner une très forte augmentation des échanges entre les différentes entités politiques. Or, si le commerce international s'accroît dans une mesure suffisante, cela peut contribuer à réduire les effets négatifs dus à l'incapacité des différents pays de s'adapter à des chocs asynchrones. Cependant, il ne s'agit là que d'une hypothèse.

Vous le savez bien, les pays faisant partie de la zone euro ne constituent pas un bloc commercial naturel sur le plan monétaire. Ils ne forment pas une zone monétaire optimale. La mobilité des personnes est très faible entre les pays. Ces derniers ont en place de multiples mesures de contrôle et réglementations; c'est pourquoi ils ont besoin d'un type quelconque de mécanisme pour s'adapter aux chocs asynchrones. Le régime de changes flottants constituait ce mécanisme d'ajustement. Or, rien n'a été prévu pour y suppléer.

Il n'y a pas si longtemps, ces pays essayaient encore d'avoir des taux de change rigides, et chaque fois les parités fixes ont été battues en brèche. Des crises ont éclaté en 1992 et 1993. Avant cela, l'Europe avait le serpent, qui a lui-même disparu pour faire place à quelque chose d'autre. Il est encore trop tôt pour porter un jugement sur l'euro, celui-ci n'a qu'un an d'existence. Laissons-lui le temps de révéler ses défauts.

**Malcolm Knight :** Les pays dotés d'un régime de changes flottants ont besoin d'une cible nominale, aux fins de la conduite de la politique monétaire, pour ancrer les attentes. Avez-vous l'impression que les cibles en matière d'inflation constituent une cible nominale valable?

**Milton Friedman :** Comme je l'ai déjà mentionné, je crois qu'il est bon d'avoir une cible nominale, pour faire comprendre au marché que vous n'essaierez pas de procéder à un réglage fin de l'économie et indiquer ce que vous ne ferez pas. J'exprimerai cependant une réserve : l'instrument actuel d'intervention de toutes les banques centrales qui ont opté pour des cibles d'inflation est un taux d'intérêt à court terme, comme aux États-Unis.

Or, nous avons appris que les taux d'intérêt pouvaient donner une idée tout à fait trompeuse de la situation. Un bas taux d'intérêt peut être le signe d'une politique monétaire expansionniste, ou bien d'une politique qui a été

restrictive dans le passé. De même, un taux d'intérêt élevé peut signaler une politique restrictive, qui essaie de freiner l'économie, ou être le résultat du haut niveau de l'inflation dans le passé.

Les années 1970 illustrent bien la situation classique où des taux d'intérêt élevés reflètent l'effet des attentes d'inflation sur le taux d'intérêt nominal (l'effet Fisher). C'est pourquoi j'ai certaines réserves au sujet du recours unique, ou presque, aux taux d'intérêt. Il reste qu'à mon avis, il est bon de viser une cible déterminée en matière d'inflation. La question est de savoir combien de temps on pourra la respecter.

**David Laidler :** Bien des commentateurs prétendent qu'au Japon, où les taux d'intérêt à court terme sont pour l'essentiel nuls, la politique monétaire est aussi expansionniste qu'il est possible de l'être, sans pour autant stimuler l'économie. Avez-vous une opinion à ce sujet?

**Milton Friedman :** Oui, tout à fait. En ce qui concerne le Japon, la situation est très claire. Et c'est un bon exemple. Je suis heureux que vous ayez soulevé la question, car le cas du Japon montre bien à quel point les taux d'intérêt peuvent être trompeurs quant à la politique monétaire à suivre.

La banque centrale japonaise a suivi, dit-on, une politique de maintien à zéro des taux d'intérêt jusqu'à tout récemment. Pourtant, cette politique traduisait une orientation monétaire extrêmement restrictive. On était en fait en présence d'une situation de déflation. Le taux d'intérêt réel était positif, et non négatif. Ce qu'il fallait au Japon, c'était plus de liquidités.

Les années 1970 ont été marquées par une croissance monétaire très rapide, qui a donné naissance à ce qu'on a appelé une bulle spéculative sur le marché boursier.

En 1989, la Banque du Japon a freiné de façon très brutale, imprimant une croissance négative à la masse monétaire pendant un certain temps. Le marché boursier s'est effondré. L'économie a plongé dans la récession et n'en est pas encore vraiment sortie. La croissance monétaire a été trop faible. La Banque du Japon tient maintenant le raisonnement suivant : « Eh bien, nous avons ramené le taux d'intérêt à zéro; que pourrions-nous faire de plus? »

C'est très simple. Elle peut acheter des titres d'État à long terme, et elle peut continuer d'en acheter et d'injecter de la monnaie centrale dans l'économie jusqu'à ce que cette dernière redémarre. Ce dont le Japon a besoin, c'est d'une politique monétaire plus expansionniste.