
**Conférence prononcée par Gordon Thiessen
gouverneur de la Banque du Canada
devant la Faculté des sciences sociales
de l'Université Western Ontario
le 17 octobre 2000**

**LE CHANGEMENT AU SERVICE DE LA STABILITÉ :
L'ÉVOLUTION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE À LA
BANQUE DU CANADA, DE 1935 À 2000**

J'aimerais d'abord remercier la Faculté des sciences sociales de l'Université Western Ontario de m'avoir invité à prononcer cette conférence. Le département de sciences économiques de la Faculté est réputé pour l'intérêt qu'il porte depuis longtemps à l'économie monétaire et pour la lecture qu'il fait de l'histoire de l'économie. J'ai donc jugé opportun de combiner ces deux matières et de vous proposer une réflexion sur les changements considérables qui se sont opérés dans les aspects théoriques et pratiques de la politique monétaire du pays au cours des 65 années d'existence de la Banque du Canada.

Au cours de cette période, la conduite de la politique monétaire a subi une transformation fondamentale au Canada et dans la plupart des autres pays industriels. Bien que la mondialisation et les progrès de la technologie aient joué un grand rôle à cet égard, comme à tant d'autres, ils ne constituent pas à mon sens la principale force motrice de cette transformation. L'interaction de l'expérience et de la théorie économique a été beaucoup plus déterminante. À maintes reprises, des résultats économiques déroutants, et parfois décevants, ont été à l'origine de percées majeures sur le plan de la théorie ainsi que de grandes innovations en matière de politique. Si le processus évolutif déclenché par ces forces n'a pas toujours été sans heurt, il nous a indéniablement permis de mieux comprendre le fonctionnement de l'économie. Nous en avons aussi tiré des leçons importantes en ce qui a trait à la conduite de la politique monétaire.

Et s'il est une chose que les autorités monétaires ont apprise au fil de leurs analyses et de leurs expériences, c'est bien qu'elles ne gagnent rien à suivre des procédures opérationnelles complexes ou une politique monétaire aux objectifs vagues. Les méthodes simples et directes ont en général donné de meilleurs résultats. Pour être efficace, la politique monétaire n'a pas à s'entourer de mystère ou de subtilités alambiquées. Ce dont elle a besoin, c'est d'un objectif clair et d'un instrument simple.

Ma carrière à la banque centrale – qui aura duré un peu plus de 37 ans – s’étend sur plus de la moitié de la période commencée en 1935, que je vais passer en revue aujourd’hui. Je ne compte toutefois pas décrire toutes les étapes qui ont marqué l’évolution de la politique depuis mon arrivée à la Banque, au début des années 1960, et au cours de la période qui a précédé. Je vous propose plutôt une revue sélective de certains événements qui, selon moi, représentent des points tournants dans l’évolution de la politique monétaire du Canada. Même si la conduite de la politique monétaire s’accompagnera toujours d’une bonne part d’incertitude et d’imprécision, je crois que les mesures qui ont été prises par nous et par d’autres banques centrales pour la simplifier et la rendre plus transparente ont accru son efficacité et amélioré sa contribution au bien-être économique.

1. Les débuts : la création de la Banque du Canada

La Banque du Canada a été créée durant la Crise, en 1935¹. Le public avait alors perdu presque toute confiance dans les lois du marché, et en particulier dans le système financier. Les remèdes habituels et les forces stabilisatrices naturelles du système capitaliste semblaient ne plus agir, et le recours possible à des solutions plus radicales gagnait des appuis.

Pourtant, de nombreux observateurs mettaient en doute l’opportunité de créer une banque centrale pour venir à bout des problèmes du Canada. D’autres pays, qui s’étaient dotés bien auparavant d’une telle institution, assistaient à la même débâcle de leur économie et se débattaient dans les mêmes difficultés. Keynes ne devait publier sa Théorie générale² qu’un an plus tard, mais déjà, l’utilité d’une politique monétaire plus énergique se butait à un scepticisme généralisé. Les taux d’intérêt étaient tombés à des creux historiques, et un surcroît de réserves n’allait, croyait-on, que s’ajouter aux liquidités déjà excédentaires de la plupart des banques commerciales. Cependant, la création excessive de crédit juste avant le krach ainsi que les graves problèmes de liquidité qui se posèrent pour beaucoup d’emprunteurs, dès le début de la Crise, étaient généralement considérés comme des causes importantes, voire comme *les causes*, de l’effondrement des marchés. Peut-être une banque centrale saurait-elle, à la lumière des faits passés, réduire la probabilité qu’une situation pareille ne se reproduise dans l’avenir.

Les doutes que l’on entretenait alors quant à la capacité de la politique monétaire de stabiliser la production n’ont pas empêché le législateur de confier un vaste et ambitieux mandat à la Banque du Canada lors de la rédaction de sa loi constitutive. Selon le préambule de la

1. La *Loi sur la Banque du Canada* a été adoptée en juillet 1934, mais l’institution n’a ouvert ses portes qu’en mars 1935.

2. J. M. Keynes (1949). *Théorie générale de l’emploi, de l’intérêt et de la monnaie*, Paris, Payot. (L’oeuvre originale a été publiée en 1936, à Londres, chez MacMillan.)

Loi sur la Banque du Canada – seule description qui ait jamais existé des fonctions essentielles de la Banque –, cette dernière a été constituée :

(...) pour régler le crédit et la monnaie dans le meilleur intérêt de la vie économique de la nation, pour contrôler et protéger la valeur extérieure de l'étalon monétaire national et pour mitiger, par son influence, les fluctuations du niveau général de la production, du commerce, des prix et de l'emploi de la main-d'œuvre, autant que possible dans le cadre de l'action monétaire, et généralement de favoriser la prospérité économique et financière du Dominion³.

Apparemment conscient que ces divers objectifs n'étaient pas tous compatibles les uns avec les autres, et qu'ils n'étaient pas atteignables au moyen d'un seul instrument de politique⁴, le législateur a sans doute estimé que la Banque allait pouvoir compter sur plus d'un outil. En effet, la persuasion morale, les plafonds de taux d'intérêt et divers autres modes d'intervention directs sur le volume et sur la composition du crédit avaient déjà été amplement utilisés au Canada. Le cloisonnement rigoureux des divers compartiments du secteur financier canadien – banques, fiducies, assurances et valeurs mobilières –, conjugué à la forte concentration qu'on observait alors dans la plupart d'entre eux, a contribué au « succès » de cette approche. De toute façon, selon la nouvelle orthodoxie keynésienne qui devait bientôt s'implanter, la politique budgétaire allait se charger de la plupart des grandes interventions compensatrices liées à la stabilisation de l'économie.

Pour faire en sorte que la nouvelle banque centrale ne soit pas indûment influencée par le gouvernement ou le secteur financier, les créateurs de la Banque du Canada ont fait de cette dernière une société privée dont les parts étaient réparties entre de nombreux détenteurs. Ni les actionnaires ni les cadres supérieurs de la Banque ne pouvaient travailler au sein du secteur financier, et la seule représentation autorisée du gouvernement passait par le sous-ministre des Finances, qui siégerait au Conseil d'administration en tant que membre sans droit de vote. Les exigences imposées à la Banque en matière de rapports et de reddition de comptes se limitaient à la publication d'un rapport annuel et d'états financiers hebdomadaires.

Quoiqu'il était disposé à permettre une plus grande intervention des pouvoirs publics dans la vie économique de la nation, en 1935 le Parlement était conscient de l'importance probable d'une certaine séparation entre les dépenses publiques et la création de la monnaie. Une loi adoptée subséquemment devait réduire cette séparation, en éliminant l'actionnariat privé et en faisant du gouvernement le propriétaire unique de la Banque. Les autres restrictions à la participation du gouvernement aux réunions du Conseil et à sa capacité d'influencer la conduite

3. *Loi sur la Banque du Canada (1934)*, ch. B-2, préambule.

4. Il convient de noter les mots « autant que possible dans le cadre de l'action monétaire ».

au jour le jour de la politique monétaire ont cependant été maintenues. Ce n'est que bien plus tard qu'on trancha la question de l'autorité qui doit prévaloir en cas de profonde divergence de vues entre le ministre des Finances et le gouverneur de la Banque du Canada.

Le contexte de la politique monétaire s'est radicalement transformé depuis 1935. Des objectifs diffus, des voies hiérarchiques incertaines, des politiques interventionnistes et une méfiance à l'égard des marchés financiers ont cédé le pas à des cibles d'inflation clairement définies, à un régime de gestion et de reddition de comptes amélioré, à des procédures opérationnelles simples ainsi qu'à une plus grande transparence dans la formulation et la mise en œuvre de la politique. La Banque possède aujourd'hui un seul objectif à long terme – la stabilité des prix – et un seul instrument pour y parvenir – le taux du financement à un jour. Les cibles liées à notre objectif et à notre instrument d'intervention sont annoncées publiquement, et nos actions sont constamment analysées et revues. Le reste de mon exposé portera sur l'histoire de cette profonde mutation.

2. Comment la Banque est devenue ce qu'elle est

Les changements dont je vais traiter ne sont pas survenus du jour au lendemain, ni d'une façon linéaire. Ils ont résulté d'un processus long et parfois pénible où se sont mêlées l'expérience, l'expérimentation, la recherche fondamentale et les pressions du marché. S'il a pu compter parfois sur l'expérience d'autres pays, le Canada a dû, en d'autres circonstances, trouver sa propre voie. Les défis et les problèmes qui se dressaient sur notre chemin étaient souvent uniques et sans précédent. La proximité des États-Unis, la taille moindre de notre économie et son ouverture nous ont obligés à faire face aux enjeux de la mondialisation bien avant que le terme ne devienne à la mode. Depuis toujours, le Canada est l'archétype de la petite économie ouverte.

2.1 Les premières années : de 1935 à 1950

Bien que des erreurs de politique monétaire commises au Canada et ailleurs dans le monde aient pu exacerber, voire provoquer la Crise des années 1930, la Banque du Canada nouvellement créée disposait de moyens d'action limités. Les marchés financiers étaient peu développés à cette époque, et les instruments de politique monétaire disponibles ne paraissaient guère efficaces⁵. Comme je l'ai souligné précédemment, les taux d'intérêt avaient atteint des creux historiques, et les banques commerciales, à quelques exceptions près, disposaient d'amples liquidités. Par conséquent, aucune politique résolument anticyclique ne fut sérieusement envisagée. On prit diverses mesures budgétaires avant la Seconde Guerre mondiale, sans toutefois réussir à réduire le chômage de façon appréciable et à ramener la production industrielle à ses niveaux d'avant la Crise.

5. Bien que le Canada ait délaissé l'étalon-or et qu'il aurait pu dévaluer sa monnaie afin de stimuler l'économie, sa dette extérieure était élevée, et on accordait une grande priorité à maintenir la stabilité du taux de change.

De 1939 à 1945, la Banque s'est employée principalement à financer l'effort de guerre, ce qui consistait notamment à avancer des fonds au gouvernement et à superviser la vente des obligations de la Victoire. Résolu à ne pas répéter les erreurs économiques de la guerre précédente, le gouvernement s'efforça de financer le gros de ses dépenses au moyen des impôts et de nouvelles émissions obligataires. Aussitôt la guerre terminée, la Banque du Canada eut donc pour responsabilité première de maintenir les taux d'intérêt le plus bas possible afin de faciliter le refinancement de l'imposante dette publique accumulée. En fin de compte, la reconversion des installations de production de guerre et l'intégration des soldats démobilisés dans la population active s'avèrent plus faciles que beaucoup ne l'avaient craint⁶.

À la fin des années 1940 et au début des années 1950, cependant, des pressions inflationnistes apparurent. La Banque et le gouvernement tentèrent de les éliminer en imposant des restrictions temporaires à certaines opérations de financement bancaire, soit au moyen de lois explicites, soit par des conversations privées entre le gouverneur de la Banque du Canada et les présidents des dix banques à charte. Mais ces mesures devaient se révéler insuffisantes dans le contexte de la montée des cours mondiaux des produits de base, de l'effervescence de l'économie américaine, de l'afflux massif d'investissements étrangers et de l'accroissement des dépenses militaires liées à la guerre de Corée. Tous ces facteurs exercèrent une pression à la hausse sur le cours du dollar canadien, rendant difficile la maîtrise de l'expansion monétaire. Un peu contre son gré, le gouvernement fut forcé de réagir par une mesure plus énergique, tout à fait révolutionnaire à l'époque.

Le 30 septembre 1950, le ministre des Finances, Douglas Abbott, faisait l'annonce suivante :

Par un décret en conseil adopté en vertu de la *Loi sur le contrôle des changes*, le gouvernement a annulé aujourd'hui les taux officiels de change en vigueur depuis le 19 septembre de l'an dernier, et qui étaient établis de manière à accorder, au Canada, une prime de 10 % au dollar É.-U. Il a été décidé de ne pas établir pour le moment une nouvelle parité fixe quelconque pour le dollar canadien ni de prescrire de nouveaux taux de change fixes. Les taux de change seront plutôt déterminés par les conditions de l'offre et de la demande de devises étrangères au Canada (traduction).

Avec cette annonce, le Canada abandonnait le régime de taux de change fixes de Bretton Woods, instauré à la fin de la Seconde Guerre mondiale, et permettait à sa monnaie de flotter librement sur les marchés internationaux. L'appréciation qui devait s'ensuivre allait, espérait-on, freiner l'entrée de capitaux, juguler les pressions inflationnistes qui s'exerçaient sur

6. G. S. Watts (1993). *La Banque du Canada : Origines et premières années*, sous la direction de Thomas K. Rymes, Ottawa, Carleton University Press.

l'économie et éliminer le besoin de trouver une valeur plus soutenable pour le dollar. Le régime de taux de change flottants n'était censé demeurer en place que jusqu'au moment où les marchés se seraient apaisés et que la valeur du dollar pourrait être établie à un niveau plus raisonnable. Au bout du compte, l'expérience s'échelonna sur presque douze ans et acquit une importance que personne n'aurait soupçonnée.

Seul grand pays au monde à appliquer un régime de taux de change flottants durant les années 1950 et au début des années 1960, le Canada faisait un peu figure de renégat dans les cercles internationaux. À la fin de 1951, il avait aussi supprimé toutes les restrictions qui s'appliquaient encore aux opérations sur devises, et la plupart de celles, sinon toutes celles, qui visaient les entrées de capitaux. Les marchés financiers du Canada étaient désormais complètement ouverts et exposés aux chocs externes. L'expérience du Canada, au cours de cette période, allait servir non seulement de modèle à d'autres pays industriels après l'effondrement du système de Bretton Woods, mais aussi de catalyseur d'une percée radicale dans la théorie de la finance internationale.

Peu d'étudiants en histoire de l'économie canadienne savent que Milton Friedman a joué un rôle dans la décision du Canada de laisser flotter sa monnaie. En 1948, Friedman, alors jeune professeur agrégé à l'Université de Chicago, a participé à un débat radiophonique en compagnie de Donald Gordon, sous-gouverneur à la Banque du Canada, et de William Mackintosh, professeur à l'Université Queen's et conseiller auprès du ministère des Finances⁷. L'un des sujets abordés avait été la pertinence pour le Canada d'adopter un régime de taux de change flottants. Comme la plupart des administrations publiques de l'époque, la Banque du Canada et le ministère des Finances étaient résolument en faveur d'un régime de taux de change fixes. Mais Friedman, comme vous vous en doutez, défendit avec ferveur les avantages d'un taux de change flottant. En fait, la plupart des arguments qu'il fit valoir devaient plus tard se retrouver dans un essai qui fit autorité en la matière et qu'il intitula « The Case for Flexible Exchange Rates »⁸. Bien que le débat n'eut aucun effet perceptible sur la politique menée les deux années suivantes, les idées de Friedman semblent bien avoir fait leur chemin à Ottawa. À partir de 1948, des notes secrètes sur la faisabilité et le bien-fondé de sa proposition ont commencé à circuler à la Banque⁹.

7. M. Friedman, D. Gordon et W. A. Mackintosh (1948). « Canada and the Problems of World Trade », transcription d'un débat radiophonique, *University of Chicago Roundtable*, diffusé en collaboration avec la National Broadcasting Company, 18 avril, Chicago, Université de Chicago.

8. M. Friedman (1953). « The Case for Flexible Exchange Rates », *Essays in Positive Economics*, Chicago, University of Chicago Press, p. 157-203.

9. À titre d'exemple : « A Method of Combining a Free Exchange Rate With the Present System of Exchange Control in Canada », mémoire, 31 janvier 1949, archives de la Banque du Canada.

2.2 La politique monétaire sous le régime de taux flottants : de 1950 à 1962

En juin 1954, Graham Towers, premier gouverneur de la Banque du Canada, prit sa retraite après 19 ans de service. Il fut remplacé par James Coyne, l'un des auteurs des notes secrètes. Comme beaucoup de Canadiens à l'époque, le gouverneur se préoccupait de plus en plus de la question de la propriété étrangère au Canada et souhaitait ardemment augmenter le taux d'épargne national de manière à réduire la dépendance du pays à l'égard des capitaux étrangers. Une autre de ses préoccupations, moins largement répandue, avait trait au taux d'inflation intérieur. Les prix à la consommation avaient fortement augmenté au Canada durant la guerre de Corée, et les pressions inflationnistes avaient persisté un certain temps après le dénouement du conflit. Malgré un fléchissement de la dépense intérieure en 1954, la reprise qui suivit poussa l'inflation bien au-dessus du niveau que la Banque associait implicitement à la stabilité des prix. Coyne était convaincu qu'un resserrement de la politique monétaire représentait la solution au double problème de la faiblesse de l'épargne et du niveau élevé de l'inflation. La majoration des taux d'intérêt allait permettre de réduire la demande intérieure, tout en favorisant une augmentation de l'épargne nationale.

Grâce aux encouragements actifs de la Banque du Canada, un marché monétaire avait commencé à se développer au pays, mais il restait à l'état embryonnaire. De toute façon, on continuait de croire que les mécanismes habituels de politique monétaire – même les mesures de resserrement – n'allaient sans doute pas servir à grand-chose¹⁰. Aussi, à l'instar de son prédécesseur, Coyne décida-t-il d'ajouter une bonne dose de persuasion morale aux compressions de l'offre de liquidités bancaires.

La Banque s'en tint à cette politique monétaire restrictive pendant presque toute la dernière partie des années 1950 et au début des années 1960. La montée du chômage et l'affaiblissement de l'activité économique firent tomber l'inflation à moins de 1 % au printemps de 1961. Les relations entre la Banque et le ministre des Finances s'étaient nettement détériorées, et de nombreux ministres avaient exigé un changement de cap de la politique. Cependant, les partisans du remplacement de James Coyne par un gouverneur plus sympathique à leurs vues se butèrent à l'ambiguïté de la loi concernant les pouvoirs du gouvernement par rapport à ceux de la Banque. Se mêlant au débat, le milieu universitaire fit circuler un pamphlet intitulé « The

10. Les doutes au sujet de l'efficacité de la politique monétaire tenaient généralement à la difficulté présumée de stimuler l'économie; c'était un peu comme lâcher la bride à un cheval qui ne veut pas avancer. On tenait également pour inefficace un resserrement de la politique durant cette période, puisque de fortes majorations des taux d'intérêt étaient considérées comme des mesures « inacceptables » et probablement déstabilisantes. Voir le témoignage de la Banque du Canada devant la Commission Porter. Commission Porter (1964). *Rapport de la Commission royale d'enquête sur le système bancaire et financier*, Ottawa, Imprimeur de la Reine.

Economists versus the Bank of Canada »¹¹. A. W. Phillips venait de publier les résultats de ses fameux travaux sur le chômage et la croissance des salaires nominaux au Royaume-Uni, qui établissaient l'existence d'une relation entre une montée de l'inflation (des salaires) et une réduction des taux de chômage¹². Comme de raison, les travaux de Phillips trouvèrent un auditoire réceptif au Canada, et les chercheurs mirent peu de temps à tirer des conclusions semblables à partir des données nord-américaines.

La presse populaire d'alors se montrait généralement critique à l'égard des politiques de la Banque. Elle défendait l'opinion, largement répandue, qu'une légère hausse de l'inflation n'était pas si mauvaise en soi, tant qu'elle permettait une amélioration de l'emploi et une croissance plus rapide de la production. Mais James Coyne en doutait toujours. Bien que ses arguments ne s'appuyaient sur aucun modèle théorique, ni sur les résultats d'une régression savante, son intuition semblait lui dire que toute tentative de redresser l'économie au moyen d'une cible d'inflation supérieure était malavisée et ne pouvait qu'engendrer des difficultés :

Certains nous présentent parfois cette fausse alternative, qui consiste à choisir entre le plein emploi accompagné d'inflation et la stabilité des prix assortie d'un taux de chômage élevé. Ils prétendent que la nation doit choisir entre le chômage et l'inflation. Aucune personne occupant un poste de responsabilité ne saurait souscrire à une telle doctrine, car elle est erronée. Le plein emploi et la stabilité des prix ne sont pas seulement des notions compatibles; ils sont indissociables à long terme¹³.

Les travaux innovateurs de Milton Friedman et d'Edmund Phelps à propos de la courbe de Phillips verticale ne devaient être publiés qu'en 1968, mais déjà, Coyne en anticipait les résultats dans nombre de ses discours^{14,15}. Il était convaincu qu'il n'y avait pas de relation d'arbitrage à long terme entre le chômage et l'inflation, sauf, peut-être, en ce sens qu'une baisse de l'inflation pouvait effectivement donner lieu à une augmentation de la production et de

11. Trente économistes canadiens en vue adressèrent également une lettre au ministre des Finances pour exiger la démission du gouverneur Coyne. Voir H. Scott Gordon (1961). *The Economists versus the Bank of Canada*, Toronto, The Ryerson Press, p. v-vi.

12. A. W. Phillips (1958). « The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wages in the United Kingdom, 1861-1957 », *Economica*, v. 24, n° 100, novembre, p. 283-299.

13. J. E. Coyne (1961). Allocution prononcée lors du congrès annuel de la Business Paper Editors Association, Ottawa, Ontario, 18 janvier.

14. M. Friedman (1968). « The Role of Monetary Policy », *American Economic Review*, n° 58, mars, p. 1-17.

15. E. Phelps (1968). « Money – Wage Dynamics and Labour Market Equilibrium », *Journal of Political Economy*, n° 76, juillet-août, p. 678-711.

l'emploi. L'expérience ainsi que la nouvelle théorie des anticipations rationnelles, qui devait apparaître dix ans plus tard, ont confirmé ses conclusions et montré que tout résultat positif sur l'emploi d'un taux d'inflation plus élevé n'était vraisemblablement que de courte durée.

Toutefois, comme beaucoup d'autres analystes de l'intérieur et de l'extérieur de la Banque, Coyne semble avoir fait fausse route sur un point très important. Ceux qui avaient mis en doute l'utilité de la politique monétaire, les années précédentes, ne s'étaient pas rendu compte qu'elle pourrait s'avérer beaucoup plus efficace que la politique budgétaire sous un régime de taux de change flottants, surtout lorsqu'il existe une grande mobilité des capitaux. Les importants mouvements de capitaux déclenchés par une variation des taux d'intérêt exercent des pressions considérables sur le taux de change, amplifiant les effets de la politique monétaire et réduisant d'autant ceux d'une politique budgétaire œuvrant en sens inverse. Coyne ne se rendait pas compte que, pour des raisons semblables, une politique monétaire plus restrictive avait peu de chances d'accroître l'épargne nationale ou de freiner l'afflux d'investissements étrangers. Avec la publication de son article sur le recours aux politiques monétaire et budgétaire aux fins de la stabilité interne et externe, Robert Mundell a été le premier économiste à expliquer ce renversement apparent de la théorie keynésienne¹⁶. Mundell publia son article en 1962, un an après que Coyne eut rendu sa démission devant les critiques croissantes dont il était l'objet et les manœuvres visant à le destituer.

Ce n'est pas par hasard que Mundell effectua des recherches sur ce sujet à cette époque. Il affirme¹⁷ que ses travaux sur l'efficacité de la politique monétaire sous un régime de taux de change fixes, plutôt que flexibles, lui avaient été inspirés par une conversation entendue par hasard à l'époque où il travaillait au Fonds monétaire international. Wynne Plumptre, directeur exécutif du Canada auprès du FMI, conversait avec un collègue, dans l'ascenseur, d'un problème qui tenaillait les autorités canadiennes. La Banque du Canada pratiquait une politique monétaire restrictive, apparemment dans le but de réduire la dépense intérieure, d'accroître l'épargne et de restreindre l'entrée de capitaux au Canada. L'activité économique avait ralenti, mais très peu de progrès avaient été enregistrés au chapitre de la balance commerciale et des investissements étrangers, du fait de la force du dollar canadien et des taux d'intérêt élevés. Les mesures de relance budgétaire que le ministère des Finances avait prises, afin de faire échec aux effets négatifs de la politique monétaire de la Banque et de rétablir le plein emploi, avaient jusque-là échoué. Et les analystes du gouvernement étaient bien en peine d'expliquer pourquoi.

Le reste, comme on dit, relève de la petite histoire. Mundell avait déjà rédigé des travaux sur les mouvements de capitaux internationaux dans le cadre de sa thèse de doctorat, et

16. R. A. Mundell (1962). « The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy for Internal and External Stability », *Staff Papers* n° 9, Fonds monétaire international, mars, p. 70-76.

17. Déclaration faite lors d'un entretien avec J. Murray, Banque du Canada.

cette rencontre fortuite sembla être pour lui une véritable révélation. Soudainement, beaucoup des idées sur lesquelles il travaillait prenaient la forme d'un modèle cohérent du fonctionnement de l'économie mondiale en présence de capitaux mobiles.

2.3 Les courbes de Phillips à pente négative et la ruée vers la croissance : de 1962 à 1970

La controverse entourant le départ de James Coyne en 1961, conjuguée aux inquiétudes exprimées publiquement par le gouvernement selon lesquelles la valeur du dollar était trop élevée de sorte qu'un programme nationaliste était nécessaire pour réduire les investissements étrangers, exerça des pressions à la baisse sur le dollar canadien. Celui-ci chuta, passant d'un peu plus que la parité avec le dollar É.-U. à environ 95 cents (É.-U.) en l'espace de quelques mois. Les interventions énergiques menées sur le marché des changes pour mettre un frein à ce recul furent infructueuses. Le 2 mai 1962, le gouvernement décida de retourner au système de Bretton Woods et de fixer la valeur du dollar canadien à 92,5 cents (É.-U.). Malheureusement, les universitaires et les décideurs publics mirent un certain temps à saisir toutes les implications des travaux de Mundell. En effet, rien, à ma connaissance, dans les documents officiels rédigés au cours des années qui suivirent ne permet de savoir si la Banque ou le ministère des Finances se rendaient pleinement compte qu'en retournant à un régime de changes fixes, le gouvernement neutralisait l'influence distincte qu'aurait pu avoir la politique monétaire sur la macroéconomie.

Comme le Canada menait une politique budgétaire fortement expansionniste et que la politique monétaire était désormais soumise aux contraintes de changes fixes, la Banque du Canada ne disposait d'aucun moyen de résister aux pressions inflationnistes qui se sont graduellement accumulées au cours de la seconde moitié des années 1960. Les dépenses publiques au pays s'accroissaient à un rythme de plus en plus rapide en raison des nouveaux systèmes de soins de santé et d'assurance-chômage qui venaient d'être mis en place. Des pressions similaires commençaient à voir le jour aux États-Unis, en réaction à la guerre du Vietnam et au programme de *Great Society* mis en œuvre par le président Johnson. Sous un régime de taux de change fixe, il était inévitable que ces pressions se propagent au Canada.

Cependant, à l'extérieur du milieu des banques centrales, on exprima peu d'inquiétudes au sujet de l'inflation. Phillips et ses disciples avaient montré en quoi une légère inflation pouvait être bénéfique, et les autorités monétaires furent invitées à faire preuve d'indulgence. Le Conseil économique du Canada prônait l'idée qu'une « stabilité raisonnable des prix » devait constituer un objectif privilégié de la politique, et reproduisit consciencieusement des « zones d'arbitrage entre l'inflation et le chômage » dans un grand nombre de ses publications¹⁸.

18. À titre d'exemple : Conseil économique du Canada (1966). « Les prix, la productivité et l'emploi », *Troisième exposé annuel*, Ottawa, Imprimeur de la Reine.

Un autre événement digne de mention à la même époque a trait à la clarification des rôles et des responsabilités du gouvernement et de la Banque du Canada en matière de politique monétaire. Louis Rasminsky, qui avait succédé à James Coyne au poste de gouverneur en mai 1961, avait posé comme condition à sa nomination que les pouvoirs du gouvernement en ce qui concerne la politique monétaire soient clairement définis¹⁹. La *Loi sur la Banque du Canada* fut modifiée en 1967 afin de permettre au gouvernement de donner des instructions à la Banque dans l'éventualité d'un désaccord grave à propos de la conduite de la politique monétaire. En vertu de cette modification, le gouvernement obtenait le droit d'annuler les décisions de politique prises par la Banque. La *Loi* de 1967 précise toutefois que, pour ce faire, le ministre des Finances doit faire connaître publiquement les raisons du différend, en indiquant à la fois les nouvelles mesures que la Banque est censée prendre et la période durant laquelle ces mesures doivent s'appliquer. De façon générale, on s'entendait pour dire, je crois, qu'une telle « arme nucléaire » ne servirait que dans le cas d'une profonde divergence d'opinions entre le gouverneur et le ministre et, qu'après son utilisation, le gouverneur remettrait sa démission. Ainsi, le droit du gouvernement élu démocratiquement de définir la politique monétaire faisait contrepoids au besoin d'autonomie opérationnelle de la Banque. Si les gouvernements doivent toujours avoir le dernier mot dans les grandes questions de politique, il n'en demeure pas moins que la Banque doit être protégée contre les influences politiques indues dans son fonctionnement quotidien. Mais il manquait un élément essentiel à cette solution, à savoir une mesure claire permettant au gouvernement et au public de juger des résultats de la Banque.

2.4 Les années de stagflation et le monétarisme : de 1971 à 1981

Le début des années 1970 rappelle en grande partie les années 1950. Les capitaux étrangers affluaient au pays à un rythme sans précédent, et la Banque du Canada éprouvait de la difficulté à résister aux pressions à la hausse s'exerçant sur le dollar canadien. Plutôt que de deviner où se situait le nouveau taux de change d'équilibre, le gouvernement décida encore une fois de laisser flotter le cours de la monnaie. Tout comme dans les années 1950, on estimait qu'il s'agissait là d'une mesure temporaire. Moins de trois ans plus tard, toutefois, le système de Bretton Woods s'était entièrement écroulé. Bien que la décision du Canada n'ait aucunement provoqué les événements qui suivirent, les résultats positifs obtenus grâce au système de taux de change flottants durant les années 1950 et au début des années 1970 fournissaient aux autres pays une certaine assurance que le nouveau régime était viable.

Le Canada était désormais en mesure de poursuivre une politique monétaire indépendante. Toutefois, étant donné l'intensification des pressions inflationnistes à l'échelle mondiale, les efforts de la Banque pour contenir l'inflation au Canada se révélèrent insuffisants. Des points de vue dépassés au sujet de la courbe de Phillips, des estimations trop ambitieuses du

19. B. Muirhead (1999). « Into the Breach », *Against the Odds: The Public Life and Times of Louis Rasminsky*, Toronto, University Press, p. 167-182.

taux de chômage naturel ainsi que la crainte de laisser le dollar canadien s'apprécier bien au delà de 1 dollar É.-U. contribuèrent au problème. La Banque du Canada n'était pas seule dans cette situation, et ses résultats ne se démarquèrent pas sensiblement de ceux de la plupart des autres banques centrales. La pensée économique était très uniforme au sein des principaux pays industriels, et l'orthodoxie de l'époque émanait, pour l'essentiel, des États-Unis.

Bien que fournissant en fait au reste du monde un exemple du fonctionnement d'une économie ouverte dans un contexte de mobilité quasi parfaite des capitaux, l'expérience du Canada passa largement inaperçue. Les modèles d'économie fermée continuaient de dominer la plupart des débats sur les politiques nationales. Même si les résultats obtenus par Mundell se répandaient lentement dans les milieux universitaires, ils n'avaient pas encore atteint les rangs des praticiens. Peu d'attention était accordée aux effets potentiels de la libéralisation des marchés et des divers mécanismes de change sur l'efficacité de la politique.

Entre-temps, la demande excédentaire généralisée à l'échelle mondiale combinée au cartel du pétrole créé par l'OPEP avait poussé l'inflation et le chômage à des sommets inégalés depuis la fin de la dernière guerre. Les décideurs publics, au Canada et ailleurs, avaient de la difficulté à faire face à cette stagflation et furent d'abord déroutés par ce double phénomène de hausse de l'inflation et de taux de chômage élevés. On fit toutefois rapidement trois constats. Premièrement, une hausse de l'inflation ne s'accompagnait pas toujours d'une augmentation de la production et de l'emploi. Non seulement la courbe de Phillips était-elle verticale à long terme, mais elle avait probablement aussi une pente ascendante. Deuxièmement, les efforts visant à régler avec précision l'économie réelle étaient vraisemblablement voués à l'échec. L'optimisme entourant notre capacité de produire de bonnes prévisions et de déterminer le niveau de plein emploi avait imprimé un biais fortement inflationniste aux politiques budgétaire et monétaire appliquées. Troisièmement, la masse monétaire jouait un grand rôle et représentait la source ultime de toute inflation soutenue. Les dépenses publiques excessives et les autres chocs entraînant une hausse de la demande ne pouvaient donner lieu à une inflation persistante que si la politique monétaire était prête à la valider.

Pour éviter que de semblables problèmes ne surgissent dans l'avenir, de nombreuses banques centrales commencèrent à cibler les agrégats monétaires. Si, comme le laissait entendre Friedman, l'inflation était toujours et partout un phénomène monétaire, une décélération graduelle du taux d'expansion de la masse monétaire devrait finir par l'évacuer du système. Après quoi, le rythme d'expansion de la monnaie pourrait être fixé à un niveau tout juste suffisant pour répondre aux besoins légitimes de l'économie, ce qui assurerait la stabilité des prix à long terme. Certains monétaristes soutenaient que, si les nouvelles cibles monétaires étaient annoncées publiquement et étaient parfaitement crédibles, il serait même possible de réaliser cette désinflation sans perte appréciable sur le plan de la production. Si cela se révélait impossible, il faudrait alors accepter une certaine détérioration de la tenue de l'économie. Une approche gradualiste, cependant, réduirait cette détérioration au minimum. Si les cibles monétaires fixes ne

permettaient pas nécessairement de gagner sur tous les tableaux, on les considérait néanmoins comme la solution de rechange la plus sûre au pis-aller. Non seulement s'était-il avéré impossible de prévoir l'avenir et d'ajuster les politiques budgétaire et monétaire de manière optimale, mais tenter de le faire comportait aussi des effets potentiellement déstabilisants.

Le Canada adopta une cible pour la croissance de l'agrégat monétaire au sens étroit, M1, à l'automne de 1975, soit peu de temps après les États-Unis et l'Allemagne. Pendant un certain temps, cette stratégie sembla porter ses fruits. L'inflation commença à se ralentir, et l'économie, à se remettre de la récession de 1974-1975. Même si l'on pouvait attribuer en partie ces premiers résultats positifs au contrôle des salaires et des prix que le gouvernement avait mis en place vers la fin de 1975, les partisans du monétarisme étaient d'avis que le Canada serait bientôt sur la voie de la stabilité des prix.

L'optimisme initial quant à l'efficacité des cibles monétaires fit rapidement place à la frustration lorsque le taux d'inflation se remit à grimper à la fin des années 1970. Un deuxième choc pétrolier et le maintien de politiques budgétaires expansionnistes aggravèrent les pressions inflationnistes déjà existantes. Au début des années 1980, l'inflation avait redépassé les 10 %, et les anticipations inflationnistes recommençaient à s'intensifier. Les recherches effectuées à la Banque révélèrent que l'une des raisons qui expliquaient le faible lien observé entre les mouvements de M1 et l'évolution subséquente des prix tenait à la forte élasticité aux taux d'intérêt de la demande de cet agrégat monétaire au sens étroit. Les modestes changements qui devaient être apportés à court terme aux taux d'intérêt en vue de maintenir M1 à l'intérieur de sa fourchette cible étaient insuffisants pour produire un effet prononcé sur la production ou les prix²⁰.

Un autre problème lié à l'utilisation de M1, plus grave encore, avait trait aux répercussions incertaines des innovations financières. Les progrès de la technologie avaient permis aux institutions financières d'offrir un certain nombre de nouveaux produits conçus pour aider les déposants à se protéger contre l'inflation élevée en leur proposant de transférer leurs soldes inactifs dans des comptes de dépôt à intérêt quotidien. Cela a eu pour conséquence d'affaiblir le lien entre M1 et les autres variables macroéconomiques qui en influencent normalement le comportement et de rendre difficile pour la Banque l'interprétation des mouvements de cet agrégat.

2.5 À la recherche d'un nouveau point d'ancrage nominal : de 1982 à 1990

En 1982, après avoir subi plusieurs déceptions, la Banque du Canada dut admettre à contrecœur que l'expérience monétariste avait échoué et qu'elle ne ciblerait plus M1. On

20. G. G. Thiessen (1983). « L'utilisation des cibles monétaires au Canada », *Central Bank Views on Monetary Targeting*, actes d'une conférence tenue à la Banque de réserve fédérale de New York, mai 1982, New York, Banque de réserve fédérale de New York, p. 100-104.

continuerait de suivre de près les mouvements des agrégats monétaires pour en tirer des renseignements utiles sur l'évolution économique future, mais aucun agrégat ne semblait suffisamment fiable pour servir de cible intermédiaire. Les autres pays industriels qui avaient adopté des cibles monétaires éprouvaient des difficultés similaires et ils furent, un à un, forcés de suivre l'exemple du Canada. Gerald Bouey, qui avait succédé à Louis Rasminsky à titre de gouverneur de la Banque du Canada en 1973, résuma la situation probablement mieux que quiconque en affirmant que : « Nous n'avons pas abandonné M1, c'est M1 qui nous a abandonnés²¹. »

La recherche d'un nouveau point d'ancrage nominal avait débuté bien avant que la Banque n'annonce sa décision de ne plus cibler M1, mais avait produit peu de résultats concluants. D'autres définitions de la monnaie furent mises à l'essai mais s'avèrent tout aussi instables. Pendant un certain temps, la Banque eut recours au revenu nominal pour la guider dans ses prévisions internes, mais elle jugea là aussi que ce dernier ne convenait pas non plus comme cible intermédiaire. Même si le revenu nominal comprenait les deux variables les plus chères aux macroéconomistes – la production et les prix –, des évaluations précises de l'état de l'économie réelle étaient tout de même nécessaires pour qu'il soit d'une utilité véritable. En outre, il aurait été difficile d'expliquer au public ce qu'est au juste une cible axée sur le revenu nominal. L'inflation et l'expansion monétaire étaient considérées de façon générale comme les objectifs légitimes de la banque centrale, mais des efforts visant à contrôler le niveau des dépenses et des revenus auraient pu être perçus comme une forme d'empiètement et même comme une tentative suspecte de contrôler le niveau de l'emploi.

Même si la conduite de la politique monétaire en l'absence d'un objectif clair posait certains problèmes, la démarche éclectique que la Banque fut forcée d'adopter après l'abandon de M1 produisit tout de même des résultats. Les mesures de politique monétaire énergiques mises en application par le Canada au début de 1981, à la suite d'une intervention similaire aux États-Unis, firent rapidement baisser l'inflation. Et, peu de temps après, la production et l'emploi se mirent également à se redresser. L'inflation oscilla entre 3 et 5 % durant la majeure partie des années 1980. Bien que beaucoup considèrent que, dans l'ensemble, cette décennie constitua une période de prospérité et d'optimisme grandissant, l'enrichissement apparent observé à l'époque reposait en grande partie sur des activités spéculatives axées en particulier sur l'immobilier. Les politiques budgétaires expansionnistes et l'augmentation des cours mondiaux des produits de base engendrèrent une fois encore d'intenses pressions inflationnistes, auxquelles la politique monétaire tenta de résister. Cependant, ces pressions étaient en grande partie dissimulées par la forte appréciation du taux de change.

21. Canada (1983). Comité permanent des finances, du commerce et des questions économiques, de la Chambre des communes. *Procès-verbaux et témoignages*, n° 134, 28 mars, p. 12.

N'ayant pas de cible explicite, la Banque avait de la difficulté à expliquer ses interventions de politique monétaire. De plus, on ne disposait d'aucun moyen évident d'évaluer les résultats qu'elle obtenait. Il était bien sûr possible d'utiliser comme mesure de son rendement des critères qualitatifs approximatifs tels que la vigueur de la croissance, la hausse de l'emploi et l'absence d'inflation élevée, mais la politique monétaire avait besoin d'amarres plus solides. Elle était censée fournir un point d'ancrage nominal à l'économie, mais en semblait elle-même dépourvue, de sorte que la Banque était sans guide pour orienter ses décisions de politique et rendre compte de ses actes. Comme Gerald Bouey l'expliquait en 1982 :

Les dirigeants des banques centrales sont constamment à la recherche de guides plus fiables dans la conduite de la politique monétaire que ceux dont ils disposent. Cette attitude s'explique en partie par le désir de ces banquiers de trouver un point d'ancrage, une position où ils pourraient mieux résister aux pressions constantes que de nombreux secteurs exercent continuellement en faveur d'une politique monétaire plus expansionniste et d'une baisse des taux d'intérêt, sans faire grand cas de la conjoncture économique²².

Aujourd'hui, l'adoption de cibles explicites en matière d'inflation peut sembler une solution évidente, mais à l'époque l'idée que la stabilité des prix doive constituer l'objectif premier de la politique monétaire n'était pas encore largement admise. Graham Towers, James Coyne, Louis Rasminsky et Gerald Bouey avaient exalté les vertus de la stabilité des prix et estimaient qu'elle représentait l'un des objectifs les plus importants de la Banque. Celle-ci n'avait toutefois jamais été définie, et le degré d'engagement de la Banque envers sa réalisation n'était pas toujours clair. La principale préoccupation des années 1970 et du début des années 1980 était de « réduire l'inflation ». On se poserait la question de savoir jusqu'à quel point il fallait la réduire plus tard, c'est-à-dire une fois que l'on serait à portée de ce nirvana économique.

Les problèmes suscités par l'absence d'un objectif clairement défini et crédible ou d'un point de mire en matière de politique monétaire étaient surtout manifestes sur les marchés financiers. Les modifications apportées aux taux d'intérêt aux États-Unis ou d'autres chocs extérieurs entraînaient souvent des fluctuations démesurées des taux d'intérêt canadiens et du taux de change et rendaient difficile pour la Banque la tâche de contrôler les conditions monétaires au pays. Un relèvement soudain des taux américains, par exemple, avait pour effet d'exercer de fortes pressions à la baisse sur le dollar canadien, ce qui entraînait une augmentation des prix des importations et faisait craindre pour l'évolution future de l'inflation. Comme les attentes d'inflation n'étaient pas solidement ancrées, les prix dans les autres secteurs de l'économie finissaient également par subir des pressions à la hausse, jetant ainsi les bases d'une spirale inflationniste potentielle. Les investisseurs, inquiets de la valeur future de leur argent, se mettaient

22. G. K. Bouey (1982). « Politique monétaire – À la recherche d'un point d'ancrage », conférence prononcée sous les auspices de la Fondation Per Jacobsson, Université de Toronto, Toronto, Ontario, 5 septembre.

à exiger une majoration marquée des taux d'intérêt. Résultat : des taux d'intérêt plus élevés, un dollar plus faible et des attentes d'inflation beaucoup plus fortes que ne le justifiaient à elles seules les conditions économiques intérieures.

Les mesures visant à maintenir les taux d'intérêt à un bas niveau et à soutenir l'activité économique étaient souvent interprétées, à tort, comme un signe que la Banque menait en fait une politique inflationniste et ne ferait qu'empirer la situation. En conséquence, l'institution se trouvait obligée, pour des raisons d'ordre tactique, d'emboîter le pas aux États-Unis en matière de taux d'intérêt et de résister aux mouvements à la baisse du taux de change. Ne pas « défendre le dollar canadien » aurait donné lieu à des hausses encore plus importantes des taux d'intérêt au pays et causé un tort encore plus grave à l'économie.

Une étape importante vers la résolution de ce problème fut franchie en janvier 1988, lorsque John Crow, le nouveau gouverneur de la Banque, prononça une conférence sous les auspices de la Fondation Hanson, à l'Université de l'Alberta. M. Crow y présenta explicitement la stabilité des prix comme étant l'objectif premier de la Banque et la seule cible que celle-ci puisse raisonnablement atteindre avec les outils à sa disposition. Le gouverneur passa en revue les dures leçons apprises des expériences passées ainsi que les avantages que l'on pouvait tirer de la réalisation constante de cet objectif :

Quel rythme faut-il imprimer à l'expansion monétaire au Canada pour obtenir l'évolution la plus favorable pour l'économie canadienne? La théorie et l'expérience – expérience pas toujours heureuse mais à coup sûr instructive – nous fournissent toutes deux une réponse très claire : la politique monétaire doit être menée de façon à produire un rythme d'expansion monétaire qui favorise la stabilité de la monnaie, c'est-à-dire qu'elle doit viser la réalisation et le maintien de prix stables²³.

C'était probablement là l'engagement le plus ferme pris par la Banque du Canada jusqu'alors à l'égard de la stabilité des prix. Cet engagement visait à convaincre le public que la Banque ferait tout ce qui était nécessaire pour réaliser cette stabilité. Du coup, les entreprises, les ménages et le gouvernement étaient avertis qu'ils seraient probablement déçus s'ils fondaient leurs plans d'investissement et de dépenses sur des anticipations inflationnistes.

La stabilité des prix, bien que souvent invoquée, n'était toutefois pas clairement définie. Elle se situait vraisemblablement à un niveau beaucoup plus bas que le taux d'inflation d'alors (lequel oscillait autour de 4 % et subissait des pressions à la hausse), mais elle ne faisait l'objet d'aucun énoncé explicite. En outre, la trajectoire que l'inflation était censée suivre pour

23. J. Crow (1988). « La politique monétaire à l'œuvre au Canada », conférence donnée sous les auspices de la Fondation Eric J. Hanson, Université de l'Alberta, Edmonton, Alberta, 18 janvier.

que l'on parvienne à la stabilité des prix n'était pas tracée. La trajectoire souhaitée par la Banque constituait un élément important des prévisions internes de l'institution, mais elle n'était pas révélée au public.

2.6 Les cibles d'inflation : de 1991 à 2000

La situation changea en février 1991, lorsque la Banque et le ministère des Finances annoncèrent conjointement l'instauration de cibles de réduction de l'inflation. Les théoriciens de l'époque ne plaidaient pas pour des cibles directement axées sur l'inflation. En revanche, ils avaient déjà défendu brillamment l'idée d'un point d'ancrage nominal, faisant valoir qu'un engagement explicite de ce type renforcerait la responsabilisation des banques centrales, contribuerait à façonner les attentes, faciliterait le processus de désinflation et permettrait aux banques centrales d'éviter le problème connu sous le nom d'incohérence temporelle.

Selon la théorie de l'incohérence temporelle, les autorités monétaires étaient sujettes à un fort biais inflationniste. Si une banque centrale parvenait à assouplir de façon inattendue sa politique monétaire, on pourrait observer à court terme une augmentation de la production et de l'emploi. Toutefois, dès que les entreprises et les ménages se rendraient compte de la situation, ils se hâteraient d'ajuster en conséquence leurs attentes en matière d'inflation, et la production et l'emploi retourneraient à leur niveau d'équilibre initial. Connaissant le penchant des banques centrales pour ce genre de manœuvre, les entreprises et les ménages supposeraient que les autorités monétaires essaient de jouer de ruse avec eux (même en l'absence de tout projet d'assouplissement de la politique), et leurs attentes se transformeraient en anticipations inflationnistes. Le résultat de tout cela, qui tient un peu du dilemme du prisonnier, est que le taux d'inflation finissait par être plus élevé encore qu'il ne l'aurait été autrement, tandis que l'emploi et la production restaient inchangés. En l'absence d'un engagement crédible qui permette aux autorités monétaires de renoncer à ce genre de politique, la société était condamnée à une situation d'équilibre inférieure.

Le recours à des cibles explicites en matière d'inflation, bien qu'il n'ait été mis de l'avant par aucun des auteurs ayant traité de l'incohérence temporelle, pourrait être la solution à ce problème. Le fait d'annoncer publiquement ces cibles accroîtrait le coût d'un échec des efforts pour les atteindre, ce qui devrait pousser l'économie vers la situation d'équilibre souhaitée, où le taux d'inflation serait bas.

Les banques centrales n'étaient vraiment pas convaincues que les études portant sur le problème de l'incohérence temporelle décrivaient de manière utile ou exacte la situation dans laquelle elles se trouvaient²⁴. Néanmoins, l'idée d'instaurer des cibles de réduction de

24. Les Banques centrales croyaient en l'existence d'un biais inflationniste dans le système, mais pensaient que les pressions venaient davantage des gouvernements que de leur désir de voir la production et l'emploi augmenter à

l'inflation leur paraissait très séduisante, mais elles hésitaient encore à passer aux actes. Leur réserve était probablement attribuable à deux facteurs. Premièrement, elles se demandaient ce qu'il adviendrait de leur crédibilité si, pour une raison quelconque, elles ne parvenaient pas à atteindre les objectifs qu'elles s'étaient fixés en matière d'inflation. Deuxièmement, elles craignaient que les cibles d'inflation soient trop contraignantes. Leur capacité de réagir à des chocs inattendus, comme une crise pétrolière ou une poussée des prix d'autres matières premières, serait en effet fortement restreinte à moins que la fourchette choisie ne soit très accommodante. Mais si la fourchette était suffisamment large pour que de telles perturbations puissent être absorbées, il était improbable qu'elle suscite la discipline et l'assurance voulues durant les périodes plus calmes.

La solution à ces deux problèmes est désormais évidente. Si les banques centrales sont incapables d'atteindre les cibles fixées et de maintenir leur trajectoire en tout temps, elles doivent en informer le public. L'absence de cibles n'améliore en rien la crédibilité des autorités monétaires. Dans des circonstances exceptionnelles, comme lors de chocs des prix des produits de base ou d'autres événements inhabituels, on pourra admettre que les cibles n'aient pu être atteintes, pourvu que les autorités monétaires aient à cela une explication plausible. L'avantage de se doter de cibles d'inflation, même si on risque parfois de ne pas les atteindre, est qu'elles fournissent une aune à laquelle les mesures de politique monétaire ainsi que leurs résultats peuvent être mesurés.

Comprendre ces grands concepts est une chose, les mettre en pratique en est une autre. Le Canada a été le deuxième pays dans la période d'après-guerre à s'être doté de cibles en matière d'inflation, le premier étant la Nouvelle-Zélande. Mais il n'est pas sûr du tout que de telles cibles auraient été adoptées dès 1991 si le gouvernement de l'époque n'avait prévu d'instaurer une nouvelle taxe sur les produits et services (TPS). Ce dernier appuyait en effet activement l'adoption de cibles d'inflation, car il y voyait un moyen d'empêcher que l'augmentation ponctuelle des prix qui résulterait de l'entrée en vigueur de cette taxe ne s'enracine dans les attentes d'inflation. Plus précisément, l'adoption de cibles contribuerait à convaincre les employés de l'État touchés par le gel des salaires, de même que les autres salariés, que l'inflation allait être maîtrisée²⁵.

Au moment de l'annonce initiale, les limites inférieure et supérieure de la fourchette cible de réduction de l'inflation avaient été fixées à 2 et 4 % respectivement, avec 3 % comme point médian. Ces limites devaient diminuer progressivement par la suite pour s'établir à 1 et 3 % à la fin de 1995. Il était entendu qu'à ce moment-là, une nouvelle cible, compatible avec la stabilité des prix à long terme et fondée sur les enseignements tirés des quatre années

l'occasion d'une poussée inattendue de l'inflation. (Voir P. Howitt (2000). « Learning about Monetary Policy and Theory », document de travail de la Brown University, non publié.)

25. Le Conseil économique du Canada avait aussi recommandé, dans son rapport de 1990, que le Canada adopte des cibles en matière d'inflation. (Conseil économique du Canada (1990). *Une décennie de transitions, Vingt-septième exposé annuel*, Ottawa, Approvisionnements et Services Canada.)

précédentes, devait être annoncée. Au cours des neuf dernières années, les cibles de maîtrise de l'inflation ont été renouvelées à deux reprises, et à aucune d'elles le gouvernement et la Banque n'étaient convaincus que les conditions étaient propices à l'établissement définitif d'une cible à long terme. La Banque estimait que de plus amples recherches et une plus longue expérience des cibles existantes étaient nécessaires avant de s'engager envers une cible définitive.

Comme je l'ai signalé lors d'une autre conférence²⁶, l'adoption des cibles de maîtrise de l'inflation a eu des répercussions majeures pour la Banque et la manière dont elle mène sa politique monétaire. La plus importante a peut-être été d'inciter la Banque à une plus grande transparence. Une fois une cible explicite instaurée et sa réalisation confiée à la banque centrale, il est clair que celle-ci est vivement encouragée à s'exprimer aussi ouvertement que possible sur les tendances économiques qui risquent d'influer sur l'inflation, sur les mesures que les décideurs pourraient être appelés à prendre pour que les objectifs soient atteints, ainsi que sur les chocs susceptibles de pousser temporairement le taux d'inflation hors de la fourchette cible et sur le temps qu'il faudra pour le ramener à l'intérieur de la fourchette.

À mesure que la politique monétaire gagnait en transparence, il est devenu évident qu'elle fonctionnait plus efficacement lorsque les marchés financiers et le public comprenaient les interventions de la Banque et leurs motifs. Nous ne considérons plus l'effet de surprise comme un élément important dans la mise en œuvre de nos mesures de politique monétaire. Nous préférons que les agents économiques du secteur privé anticipent nos mesures plutôt que d'y réagir.

3. Où en sommes-nous maintenant?

Nous avons parcouru beaucoup de chemin depuis 1935 en matière de politique monétaire. Celle-ci est maintenant axée sur un seul objectif à long terme, soit la réalisation et le maintien de la stabilité des prix. Au Canada, comme dans d'autres pays, les autorités monétaires se sont rendu compte que c'est là la meilleure contribution que la politique monétaire puisse apporter au bien-être économique et, en fait, la seule qu'elle soit constamment en mesure d'apporter. Il n'y a pas de conflit intrinsèque entre la stabilité des prix et la plupart des autres objectifs énoncés dans le préambule de la *Loi sur la Banque du Canada*. L'accent mis sur la stabilité des prix nous aide à éviter les erreurs du genre qu'il nous arrivait souvent de commettre lorsque nous visions directement la production et l'emploi. Les estimations optimistes au sujet de la production potentielle et du plein emploi du début des années 1970 ont introduit un fort biais inflationniste dans le processus de formulation de la politique monétaire et n'ont engendré aucune des améliorations à long terme de la tenue réelle de l'économie qu'avaient laissé espérer les recherches sur la courbe de Phillips.

26. G. Thiessen (1998). « Les cibles de maîtrise de l'inflation : l'expérience canadienne », conférence Gibson donnée à l'Université Queen's, Kingston, Ontario, le 15 octobre.

La conduite actuelle de la politique monétaire diffère aussi des approches précédentes à un autre égard important. Elle est dorénavant plus ouverte et moins compliquée. Secret et surprise ne sont plus considérés comme des éléments essentiels de nos façons de procéder. La Banque essaie de travailler de pair avec les marchés, et non à leur rencontre, pour éviter de les surprendre par des mesures inattendues. La plus grande transparence dont elle fait preuve facilite le processus de transmission de la politique monétaire en conditionnant les attentes des marchés et en réduisant les risques de confusion inutile quant aux motifs des mesures qu'elle prend.

Nous n'utilisons plus les contrôles directs, la persuasion morale ou les interventions actives sur le marché des changes pour agir sur les conditions du crédit intérieur ou sur la valeur externe de la monnaie. La mondialisation et la libéralisation des marchés ont fait disparaître la plupart des barrières qui séparaient les différents segments du système financier canadien et soumis ces derniers à une concurrence internationale accrue. Par conséquent, ces techniques sont devenues moins efficaces et plus coûteuses sur le plan de leur incidence sur l'efficacité des marchés. Les autorités monétaires comprennent mieux à présent les limites de ces autres mesures et sont plus ouvertes à des solutions indirectes, fondées sur les marchés.

De nos jours, la politique monétaire est mise en œuvre de manière plus simple. Les ajustements sont principalement effectués, et signalés aux marchés, au moyen de modifications, annoncées publiquement, du taux officiel d'escompte et de la fourchette opérationnelle applicable au taux du financement à un jour. Les agents économiques privés sont ensuite libres de déterminer comment ces changements se transmettront dans le reste du système financier et dans l'économie en général. La Banque se contente de publier un communiqué dans lequel elle indique le nouveau taux officiel d'escompte, ce qui sert à arrimer les taux des échéances à court terme de la courbe de rendement.

L'autonomie et la responsabilité de la banque centrale ont aussi été mieux définies. Comme je l'ai déjà expliqué, la *Loi sur la Banque du Canada* a été modifiée en 1967 afin que le ministre des Finances puisse, au nom du gouvernement et en cas de profond désaccord au sujet de la conduite de la politique monétaire, donner à la Banque des directives détaillant les nouvelles mesures que celle-ci est censée prendre. La responsabilité ultime de la politique monétaire revient donc au gouvernement élu, ce qui est de mise dans une société démocratique. Compte tenu des répercussions qu'entraînerait le recours à ces dispositions, tout indique qu'elles ne seront utilisées que dans des circonstances exceptionnelles. Un haut degré d'autonomie opérationnelle a néanmoins été préservé pour permettre à la Banque de conserver une perspective à moyen terme dans la conduite de la politique monétaire et d'échapper aux pressions à court terme découlant du processus politique.

En outre, les cibles explicites de maîtrise de l'inflation au Canada sont établies conjointement par la Banque et le ministre des Finances. C'est ensuite à la Banque que revient la

responsabilité de réaliser ces cibles. Pour qu'une institution puisse rendre efficacement compte de ses actions, la cible qu'elle poursuit doit être explicite, la responsabilité d'atteindre cette cible doit lui avoir été clairement assignée, et elle doit disposer d'un instrument approprié et d'un grand degré d'autonomie opérationnelle pour y parvenir. C'est exactement ce qui a été mis en place au Canada dans le domaine de la politique monétaire.

Où en sommes-nous maintenant? Nous comprenons beaucoup mieux ce qu'on est en droit d'attendre de la politique monétaire, à qui doit en être confiée la responsabilité et de quelle façon elle devrait être conduite. A-t-on poussé le processus évolutif jusqu'au bout? La transformation de la politique monétaire tire-t-elle à sa fin? La réponse est non, bien sûr. Mais je laisserai à mon successeur le soin de revenir vous voir dans quelques années et de vous entretenir des nouveaux changements qu'aura alors connus la conduite de la politique monétaire au Canada.