

Les importantes leçons tirées de l'expérience canadienne d'un régime de changes flottants dans les années 1950

Lawrence Schembri, département des Relations internationales

- *La longue expérience du Canada en matière de changes flottants a eu une influence marquante sur l'élaboration de la théorie et de la politique macroéconomiques en économie ouverte.*
- *Le présent article est consacré à la période de flottement de 1950 à 1962, qui constituait un précédent sur le plan de la mise en œuvre des politiques macroéconomiques du fait qu'elle se caractérisait aussi par une forte mobilité des capitaux entre le Canada et les États-Unis.*
- *L'expérience canadienne a mis en évidence deux grands avantages des régimes de changes flottants : ceux-ci permettent un ajustement plus ordonné et moins coûteux aux chocs extérieurs et la conduite d'une politique monétaire indépendante visant un taux d'inflation bas et stable.*
- *Le flottement de la monnaie canadienne a aussi inspiré les travaux qui ont mené à la construction du modèle de Mundell-Fleming et contribué à mieux faire comprendre l'incidence qu'ont les politiques monétaire et budgétaire dans une économie ouverte.*

Les périodes de flottement qu'a connues le dollar canadien aux XX^e et XXI^e siècles sont remarquables non seulement par leur durée, mais aussi par leur empreinte sur le développement de la théorie et des politiques macroéconomiques en économie ouverte¹. Le Canada a eu un régime de changes flottants de 1933 à 1939 et de 1950 à 1962, et sa monnaie flotte à nouveau librement depuis 1970, mais la période que les historiens économiques jugent la plus riche en enseignements est celle des années 1950². C'est donc sur cette dernière que portera le présent article, consacré à l'examen des deux principales leçons qui se dégagent de l'expérience canadienne. En premier lieu, cette expérience a fait ressortir les deux grands avantages, dont l'importance demeure, que procure un régime de changes flottants : il protège l'économie contre les chocs extérieurs en facilitant un ajustement plus ordonné, et par conséquent moins coûteux, à ceux-ci et donne aux autorités nationales la possibilité de mener une politique monétaire indépendante³. En second lieu, l'expérience du Canada a contribué à une meilleure compréhension des effets des politiques monétaire et budgétaire dans une

1. Le présent article s'inspire largement de deux études récentes de la Banque du Canada, soit Bordo, Dib et Schembri (2007) et Bordo, Gomes et Schembri (2008).

2. On trouvera dans Powell (2005) un survol fort instructif de l'histoire du dollar canadien.

3. Les pays où les flux de capitaux ne sont soumis à aucune restriction (c'est-à-dire où il y a mobilité des capitaux) ne peuvent appliquer à la fois une politique monétaire indépendante et un régime de changes fixes. Par conséquent, pour jouir d'indépendance dans la conduite de sa politique monétaire, un pays doit laisser le cours de sa monnaie flotter.

économie ouverte où le degré de mobilité des capitaux est très élevé. Elle a aussi démontré qu'un taux de change flottant, en tant que variable endogène déterminée par le marché, ne peut amortir efficacement les chocs macroéconomiques que s'il prend appui sur un cadre de conduite des politiques monétaire et budgétaire qui est cohérent et axé sur la réalisation d'un bas taux d'inflation et d'une croissance stable de la production⁴.

Le cours flottant du dollar se négociait de manière ordonnée et n'a pas connu les fluctuations prononcées que prédisaient certains.

Le flottement du dollar canadien a alimenté le débat qui se déroulait durant l'après-guerre au sujet des mérites des divers régimes de change en étayant la thèse selon laquelle une monnaie flottante constitue une solution de rechange viable au système de parités fixes de Bretton Woods. Lorsque le Canada s'est retiré de ce système en 1950 et a opté pour un taux de change flottant, il était le premier grand pays industrialisé à le faire. Tous conviennent que le régime adopté alors par le Canada a bien fonctionné durant les douze années qui ont suivi⁵. Plus précisément, le cours flottant du dollar se négociait alors de manière ordonnée et réagissait aux chocs secouant les variables fondamentales comme le voulait, grosso modo, la théorie; il n'a pas connu les fluctuations prononcées ou irrégulières découlant d'une spéculation excessive que prédisaient certains. Cette expérience largement positive confirmait les prévisions de James Meade (1951) et de Milton Friedman (1953; voir aussi Friedman, Gordon et Mackintosh, 1948), qui figuraient parmi les premiers défenseurs des taux de change flexibles. Elle a par la suite suscité beaucoup d'intérêt et fait l'objet de nombreuses recherches⁶, qui à leur tour ont nourri le débat en cours sur les régimes de change et présagé

l'effondrement qu'allait connaître le système de Bretton Woods au début des années 1970. Là encore, le Canada a été le premier grand pays à rompre avec ce système.

Le flottement du dollar canadien dans les années 1950 a fait ressortir les deux principaux avantages d'un tel régime de change. En premier lieu, le taux flottant réagissait aux chocs extérieurs, tels que des modifications de la demande d'exportations ou des prix des produits de base (et des termes de l'échange), de manière à faciliter l'ajustement du taux de change réel à ces chocs, ce qui atténuait du même coup l'incidence de ces derniers sur l'activité économique intérieure et sur le niveau général des prix. La capacité du taux de change à réagir aux chocs extérieurs durant cette période s'est trouvée néanmoins limitée parfois par le caractère insuffisamment anticyclique de la politique monétaire. En deuxième lieu, le régime de changes flottants a permis la conduite d'une politique monétaire indépendante, qui est assez bien parvenue à maintenir l'inflation à un niveau bas et stable. Cependant, comme l'ont indiqué Friedman et Roosa (1967, traduction, p. 122 de l'anglais), « l'adoption d'un régime de change flottants ne garantit pas l'application d'une politique monétaire éclairée ». Pendant la première moitié de la période de flottement (soit de 1951 à 1956), les taux d'inflation et de chômage ont été relativement faibles. Au cours de la deuxième partie (de 1957 à 1962), malheureusement, la politique monétaire n'était pas suffisamment anticyclique, de sorte que le taux de chômage a monté, la croissance a ralenti et les politiques monétaire et budgétaire ont été conflictuelles par moments. La détérioration des conditions économiques a concouru à la démission forcée du gouverneur de la Banque du Canada, James Coyne, ainsi qu'à l'abandon quelque temps après du régime de changes flottants par notre pays et, partant, à son retour temporaire au sein du système de parités fixes de Bretton Woods.

De cette suite d'événements sont nées de nouvelles approches pour la compréhension et la modélisation des politiques monétaire et budgétaire et de leur rôle de stabilisateur macroéconomique dans une économie ouverte. En particulier, le flottement de la monnaie au Canada et la forte mobilité des capitaux entre ce pays et les États-Unis constituaient des précédents d'un grand intérêt relativement à la conduite des politiques macroéconomiques. Mais les implications de la conjugaison de ces deux éléments sur les politiques monétaire et budgétaire n'ont été pleinement cernées qu'après les travaux du Canadien Robert Mundell et de J. Marcus Fleming. De fait, on considère généralement que le modèle de Mundell-Fleming représente une avancée révolutionnaire dans le développement

4. Laidler (1999) souligne qu'il importe de pouvoir compter sur un ordre monétaire cohérent en régime de changes flottants.

5. À ce sujet, Friedman et Roosa (1967, traduction, p. 122 de l'anglais) ont écrit : « Le Canada a abandonné son régime de changes flottants parce qu'il fonctionnait trop bien, et sa politique monétaire, trop mal. » Voir aussi Yeager (1976).

6. On trouvera dans Yeager (1976) un excellent examen critique de la littérature à ce sujet.

de la nouvelle macroéconomie ouverte, et la contribution de Mundell à la construction de ce modèle lui a valu, en 1999, le prix Nobel d'économie.

Les dirigeants du Fonds monétaire international (FMI) ont déploré l'adoption par le Canada en 1950 d'un taux de change flottant, jugeant que cette décision menaçait gravement l'existence du système de Bretton Woods, nouvellement instauré. Les succès remportés par le Canada ont non seulement apaisé leurs critiques et leurs appels à un retour rapide à la parité fixe, mais ils ont aussi incité les chercheurs du FMI à se pencher sur la question des taux de change flottants. Les travaux de Fleming à ce sujet remontent d'ailleurs à l'époque où il travaillait au Fonds, et ceux de Mundell ont été effectués en partie lors d'un séjour dans cette institution au début des années 1960.

Le présent article comporte trois sections : un survol historique, une analyse du comportement du taux de change flottant pendant la période 1950-1962 et une brève explication des retombées de l'expérience canadienne sur la pensée économique.

Survol historique

Bien que cette rétrospective suive un ordre chronologique, les deux grandes leçons fournies par l'expérience canadienne — sur les avantages potentiels d'un régime de changes flottants pour une économie ouverte comme celle du Canada et sur la mise en œuvre des politiques macroéconomiques sous un tel régime et dans un contexte de très grande mobilité des capitaux — sont exposées tout au long du texte.

Prélude au flottement

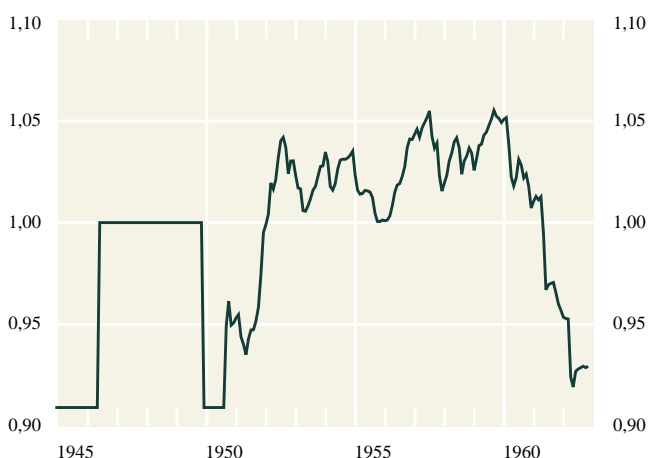
Le Canada a été un acteur important de la création du FMI et de l'instauration du système de Bretton Woods en juillet 1944. Louis Rasminsky, qui allait plus tard devenir gouverneur de la Banque du Canada, a joué un rôle déterminant dans l'orientation des négociations en sa qualité de médiateur entre les délégations américaine et britannique, dirigées respectivement par Harry Dexter White et John Maynard Keynes (Muirhead, 1999). L'objet principal des parités fixes, mais ajustables, établies dans le cadre des accords de Bretton Woods était d'assurer la stabilité du système monétaire international en empêchant l'adoption de politiques d'égoïsme sacré (*beggar-thy-neighbour*) en matière de taux de change et l'instabilité macroéconomique consécutive qui avait caractérisé l'entre-deux-guerres.

De 1945 à 1950, le Canada s'est efforcé de respecter son engagement envers le système de parités fixes de

Graphique 1

Taux de change

Moyenne mensuelle des cours en vigueur à midi (\$ CAN exprimé en \$ É.-U.)



Source : Banque du Canada

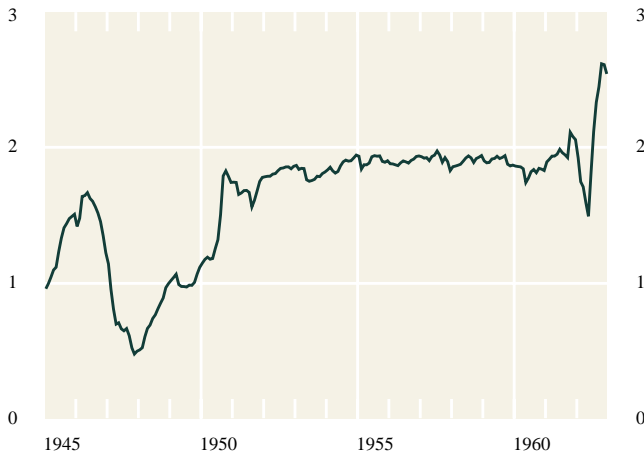
Bretton Woods. Cependant, de fortes variations des cours des produits de base, des flux de capitaux et des niveaux des réserves l'ont obligé à ajuster son taux de change fixe une première fois en juillet 1946 (le faisant passer de 90,9 cents É.-U. à la parité) et de nouveau en septembre 1949 (pour le ramener à 90,9 cents É.-U.) afin de préserver sa stabilité macroéconomique (voir le Graphique 1)⁷. Malgré le recours continu à des mesures de contrôle des changes, les parités fixes n'ont pu être aisément maintenues à aucun de ces deux moments. En effet, à cause des fluctuations marquées de la balance des paiements et des réserves (Graphique 2), il aurait fallu que les prix et les salaires intérieurs s'ajustent aux déséquilibres extérieurs au moyen de modifications de l'offre interne de monnaie. De plus, ces deux corrections de sens opposé relativement rapprochées des taux de change fixes ont amené les agents à s'attendre à une nouvelle intervention des autorités dès que les conditions économiques se renverseraient. Si, par conséquent, les spéculateurs anticipaient correctement une réévaluation (ou une déévaluation) du taux de change fixe, ils pouvaient réaliser d'importants profits en achetant de grandes quantités de la monnaie nationale (ou de devises) avant l'annonce du changement. La spéculation pouvait alors elle-même provoquer le changement en question, puisque les attentes d'un ajustement du taux

7. Face aux difficultés qu'ils éprouvaient à financer leurs déficits commerciaux d'après-guerre, le Royaume-Uni et 30 autres pays ont aussi dû à ce moment dévaluer leur monnaie vis-à-vis de la devise américaine.

Graphique 2

Réserves officielles d'or et de dollars É.-U. du Canada

Milliards \$ É.-U.



Source : Banque du Canada

de change alimentaient les mouvements de capitaux, le rendant encore plus plausible. Parce qu'elles avaient tendance à s'autoréaliser, les prévisions à caractère spéculatif concernant d'éventuelles corrections des parités fixes ont été déterminantes dans la décision du Canada de laisser flotter sa monnaie en 1950⁸.

1950 : l'adoption d'un taux de change flottant

Peu après que le Canada a dévalué le cours de sa monnaie en 1949, la situation économique internationale a évolué de manière favorable à ses exportations. Dans la foulée du renchérissement des produits de base et de l'accroissement des investissements américains dans son secteur des ressources naturelles, le Canada a vu ses termes de l'échange et ses entrées de capitaux augmenter (graphiques 3 et 4). La progression de la demande de ressources était due à la reprise économique qui s'est amorcée au lendemain de la Deuxième Guerre mondiale et aux dépenses associées au déclenchement de la guerre de Corée en juin 1950. L'excédent de la balance des paiements, causé à la fois par la montée des exportations et l'afflux de capitaux, a donné lieu à une hausse substantielle des réserves de liquidités internationales, des réserves bancaires et de la masse monétaire. Comme le montre le Graphique 2, l'accumulation de

réserves s'est accentuée avec la ruée sur le dollar canadien des spéculateurs, qui s'attendaient à un autre ajustement de la parité fixe de ce dernier. Afin de tempérer les fortes pressions inflationnistes qui en ont résulté, les autorités canadiennes ont opté pour le flottement de la monnaie plutôt que de se doter d'une parité qui, tôt ou tard, ne serait plus compatible avec un équilibre externe, comme cela s'était produit en 1946 et en 1949.

Afin de tempérer les fortes pressions inflationnistes, les autorités canadiennes ont opté pour le flottement de la monnaie plutôt que de se doter d'une parité qui, tôt ou tard, ne serait plus compatible avec un équilibre externe.

Réaction du FMI à la décision du Canada

La décision des autorités canadiennes d'adopter un régime de changes flottants avait une grande portée. Elle impliquait en effet le retrait du Canada du système de parités de Bretton Woods, qui constituait alors la règle et aux termes duquel une correction de la valeur fixe établie pour leur monnaie par les pays membres n'était permise qu'en cas de déséquilibre fondamental et après consultation avec le FMI. Aussi, lorsque le Canada a proposé en 1950 de laisser flotter sa monnaie, on a considéré qu'il s'agissait là d'une violation — ou à tout le moins d'un mépris — des règles de la part d'un membre influent, que le personnel du Fonds a qualifié d'indiscipliné. Celui-ci craignait sérieusement que d'autres pays ne lui emboîtent le pas et que cela ne compromette l'existence du système nouvellement instauré et peut-être aussi celle du Fonds, dont la mission fondatrice était la poursuite de la stabilité des taux de change.

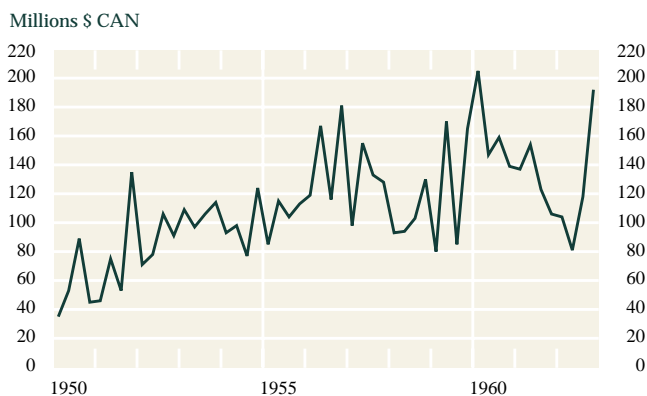
Pour atténuer les pressions inflationnistes causées par l'afflux de capitaux additionnels, le personnel du FMI a recommandé au Canada de recourir plutôt à un train de mesures combinant une réévaluation, le contrôle des mouvements de capitaux et la stérilisation des conséquences de l'augmentation des réserves sur la masse monétaire. Ainsi que nous l'avons déjà indiqué, les autorités canadiennes éprouvaient de fortes réticences à l'égard d'une réévaluation de leur monnaie

8. Le caractère autoréalisateur des opérations spéculatives sur des parités fixes a été un facteur important des crises de change qu'ont connues l'Europe, l'Amérique latine et l'Asie de l'Est pendant les années 1990. Osakwe et Schembri (1998) en fournissent une intéressante analyse.

Graphique 3

Investissements directs au Canada

Données trimestrielles

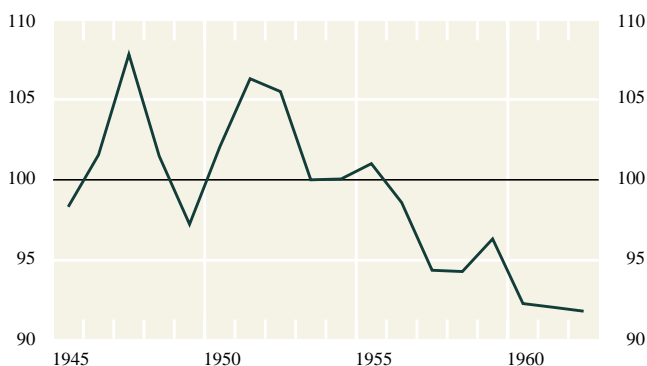


Source : Statistique Canada

Graphique 4

Indice des prix réels des produits de base canadiens

Données annuelles (base 100 de l'indice : 1953)



Source : Banque du Canada

à cause du succès mitigé de leurs efforts antérieurs pour trouver au dollar une parité fixe compatible avec un équilibre externe. Elles répugnaient également à imposer des restrictions aux entrées de capitaux ou à émettre de nouveaux titres de dette pour neutraliser l'impact de ces entrées sur l'offre interne de monnaie. Le FMI a été plus sensible toutefois à l'assurance donnée par le Canada que le recours au flottement serait temporaire et que le dollar réintégrerait le système de parités fixes une fois rétabli l'équilibre fondamental⁹.

9. Dans un discours prononcé le 20 octobre 1952, le ministre des Finances, Douglas Abbott, a déclaré : [traduction] « La situation peut évoluer de telle façon qu'il s'avère approprié pour le Canada, à un certain moment dans l'avenir, de fixer à nouveau le taux de change de sa monnaie. » Pour plus de renseignements, voir Binhammer (1964, p. 639) et Yeager (1976, p. 544).

1950-1951 : la transition vers des taux de change flottants déterminés par les marchés

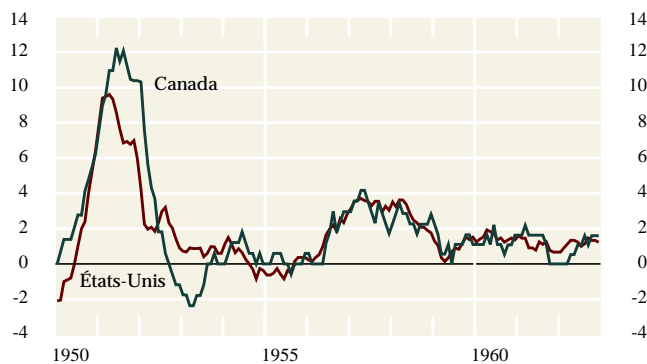
Au cours des 18 mois qui ont suivi l'adoption de changes flottants, la valeur du dollar canadien a grimpé de 12 %, passant de 0,909 à 1,02 \$ É.-U. Le moteur de cette vive appréciation était l'accroissement des cours des produits de base causé par l'expansion de l'économie américaine. Celui-ci engendrait de substantiels et constants déplacements de capitaux (principalement sous forme d'investissements directs à l'étranger) des États-Unis vers le Canada, où ils étaient affectés au secteur des ressources naturelles (Yeager, 1976, p. 544) (graphiques 3 et 4).

Ce climat inflationniste constituait un défi de taille pour les responsables de la politique monétaire canadienne. Aux termes de sa loi constitutive, la Banque du Canada a pour mandat général notamment de protéger la valeur extérieure de la monnaie nationale en atténuant les fluctuations des prix et de l'activité économique. Cependant, au début de la période de flottement, la Banque ne disposait ni d'un ensemble de pratiques éprouvées ni des outils et de l'expérience nécessaires pour mettre en œuvre une politique anticyclique efficace dans un tel contexte. Tout particulièrement, son action était gênée par l'inexistence d'un marché actif des titres d'État à court terme et d'un marché interbancaire pour les réserves. Le taux officiel d'escompte était son instrument le plus visible, mais l'influence de ce dernier sur les conditions monétaires était restreinte du fait que le canal des taux d'intérêt comme courroie de transmission de la politique monétaire était peu développé. Par conséquent, la Banque menait sa politique monétaire au moyen de diverses formes limitées d'opérations d'open market sur des titres d'État et des dépôts du Trésor tenus dans les banques commerciales et recourait à la persuasion et à la réglementation directe pour agir sur le volume du crédit bancaire. Afin d'aider la banque centrale à faire face aux pressions inflationnistes qui s'exerçaient alors, des restrictions spéciales visant directement le crédit à la consommation et les prêts bancaires furent imposées en 1950 et en 1951. Malgré l'appréciation du dollar canadien, qui aidait à protéger l'économie contre l'inflation sévissant aux États-Unis, les efforts de maîtrise de l'inflation au Canada se sont heurtés à l'absence de mesures efficaces et opportunes de politique monétaire. L'indice des prix à la consommation a donc grimpé à 6 % en 1950 et à plus de 10 % l'année suivante (Graphique 5), sous l'impulsion principalement

Graphique 5

Indice des prix à la consommation

Données mensuelles (base de l'indice 100 : 1997), taux de variation en glissement annuel



Sources : Statistique Canada et Bureau of Labor Statistics (États-Unis)

de l'ascension des prix des aliments^{10, 11}. Ces événements ont fait ressortir la nécessité pour la Banque de se doter d'outils qui lui permettraient de mener une politique monétaire indépendante et anticyclique sous un régime de changes flottants.

Cet épisode d'inflation élevée a fait ressortir la nécessité pour la Banque de se doter d'outils qui lui permettraient de mener une politique monétaire indépendante et anticyclique sous un régime de changes flottants.

1952-1956 : une ère de stabilité, de réformes et de croissance

L'expérience de flottement à laquelle se livrait le Canada a connu ses plus beaux jours durant la période 1952-1956 : le dollar canadien se négociait à un taux supérieur à sa contrepartie américaine (Graphique 1) et les entrées de capitaux associés aux

10. Taux d'inflation mesuré sur douze mois, de décembre à décembre

11. Fait intéressant à souligner, le Mexique, qui subissait les mêmes pressions inflationnistes issues de l'expansion américaine que le Canada au début des années 1950, a choisi de conserver sa parité fixe et a enregistré en conséquence des taux d'inflation supérieurs à 20 %, soit deux fois plus élevés qu'au Canada. Pour plus de renseignements à ce sujet, voir Murray, Schembri et St-Amant (2003).

investissements directs étrangers se poursuivaient (Graphique 3). L'inflation avait reculé et, sauf durant la récession de 1953-1954, la croissance est demeurée assez vigoureuse. La politique monétaire gagnait en efficacité à mesure que les canaux de transmission financiers se développaient. Bien que plus prompte à réagir, elle manquait néanmoins encore de mordant, ce qui affaiblissait sa capacité à contrecarrer les fluctuations cycliques. L'ajustement du taux de change a eu, au cours de cette période, des effets anticycliques et stabilisateurs, mais ceux-ci ont été contenus par la mollesse de la politique monétaire.

Comme le taux de change flottant s'ajustait au gré de la demande de devises, les contrôles des changes, qui étaient devenus superflus, ont été abolis en décembre 1951¹². Quant aux restrictions visant le crédit à la consommation et les prêts bancaires, elles ont été levées en 1952, les pressions inflationnistes ayant décliné. Ce vent de déréglementation et de libéralisation a favorisé le développement des marchés financiers. En 1953, la Banque du Canada a adopté plusieurs mesures importantes en vue de susciter la création d'un marché étendu et dynamique des bons du Trésor; entre autres choses, elle a accru la fréquence des adjudications, qui est ainsi passée d'une fois tous les quinze jours à une par semaine, et elle a commencé à conclure des prises en pension avec des courtiers en titres d'État. Cette dernière initiative a encouragé la mise sur pied d'un marché des prêts au jour le jour entre les banques et les courtiers en valeurs mobilières, dans un contexte où les premières se préoccupaient de plus en plus de la gestion de leurs réserves et les seconds pouvaient désormais se procurer des fonds auprès de la Banque du Canada par le moyen d'opérations de pension. L'instauration d'un régime de changes flottants en 1950 a donc contribué au développement des marchés financiers au pays et, ce faisant, a renforcé la capacité de la banque centrale de mener une politique monétaire efficace en consolidant le canal emprunté par les taux d'intérêt dans la transmission de cette politique¹³.

12. Le Canada devenait ainsi le deuxième pays, après les États-Unis, à supprimer ses mesures de contrôle des changes et des capitaux dans l'après-guerre. Ce faisant, il restaurait la situation existant avant le déclenchement de la Deuxième Guerre mondiale. Voir Powell (2005) pour en savoir plus.

13. Bordo, Dib et Schembri (2007) constatent qu'une fonction de réaction utilisant comme outil le taux d'intérêt à court terme et visant le maintien d'un bas taux d'inflation et la stabilité de la production et du taux de change parvient assez bien à représenter de façon empirique la manière dont la Banque a mené la politique monétaire durant la période de flottement de la monnaie. Toutefois, les objectifs de la politique monétaire n'étaient pas aussi bien définis à cette époque qu'ils le sont aujourd'hui; en l'absence d'une cible d'inflation chiffrée, les attentes d'inflation étaient moins bien ancrées.

Lorsque la guerre de Corée a pris fin, en 1953, les dépenses militaires ont chuté des deux côtés de la frontière, et une récession courte mais prononcée a frappé les économies canadienne et américaine (Graphique 6). Au Canada, l'inflation est tombée en deçà de zéro. Comme les taux d'intérêt pratiqués sur les marchés se maintenaient aussi à des niveaux relativement faibles, la Banque a abaissé le taux officiel d'escompte à 1,5 % en février 1955, jugeant nécessaire que ce taux « soit plus souple et qu'il ait une relation plus étroite (bien que non fixe) avec les autres taux d'intérêt à court terme » (Banque du Canada, 1956, p. 8). Cette intervention a marqué le début d'un recours plus fréquent au taux d'escompte comme outil de conduite de la politique monétaire¹⁴.

Pendant le reste de l'année et jusqu'en 1957, la croissance de l'activité a été robuste et plus rapide au Canada que chez son voisin du sud (Graphique 6). Les investissements ont bondi dans les deux pays, mais, au Canada, ils étaient surtout concentrés dans le secteur des ressources. Cette évolution commandait une hausse des importations, qui a été financée par de fortes entrées d'investissements directs. Les pressions inflationnistes se sont intensifiées à mesure que progressait la demande globale, et, pour la première fois depuis le commencement de la période de flottement, leur origine était interne. Alors que l'inflation était presque nulle en 1955, elle atteignait 3 % en 1956 (Graphique 5).

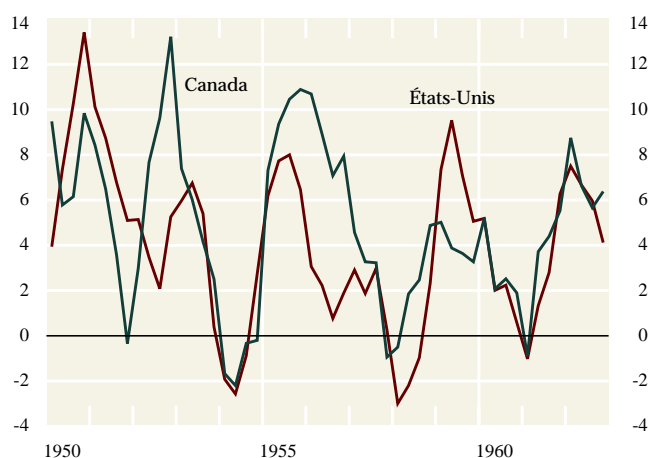
En résumé, c'est au cours de la période 1952-1956 que la politique monétaire a accru son efficacité dans la maîtrise de l'inflation et la stabilisation de l'activité économique. Néanmoins, sa capacité d'atténuer les variations du cycle économique restait inférieure aux normes actuelles. Bien que limité dans ses effets par la faiblesse de la politique monétaire, le cours du dollar canadien s'est ajusté de manière à contrecarrer les fluctuations conjoncturelles, principalement en 1953-1954 et en 1956 (graphiques 1 et 6). L'économie a certes continué de croître en 1956 et durant les premiers mois de 1957, mais la hausse des taux d'intérêt et celle du dollar (qui s'est apprécié de près de 7 % en 1955 et 1956 pour s'établir à 1,04 \$ É.-U. à la fin de cette période) commençaient à faire sentir leurs effets.

14. Le taux d'escompte a finalement été fixé à 25 points de base au-dessus du taux de rendement obtenu à l'adjudication des bons du Trésor à trois mois.

Graphique 6

Produit intérieur brut réel (prix de 1997)

Données trimestrielles, taux de croissance en glissement annuel

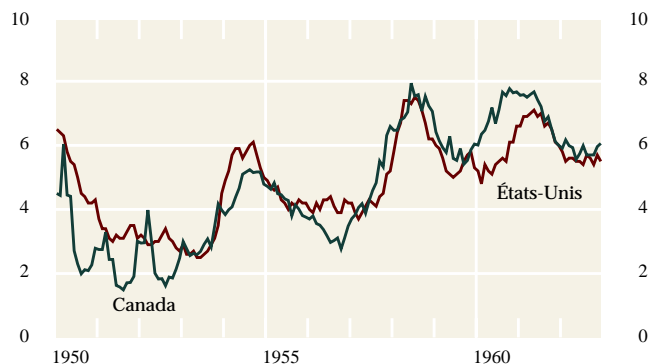


Source : Statistique Canada

Graphique 7

Taux de chômage

Données mensuelles



Sources : Statistique Canada et Bureau of Labor Statistics (États-Unis)

1957-1960 : la dégradation des conditions économiques

En 1957, au terme de plus de deux années d'expansion vigoureuse, l'économie s'est mise à marquer le pas; son ralentissement s'est accompagné d'une forte poussée du chômage, lequel est passé de 3 à 8 % (Graphique 7). Des observateurs ont commencé à mettre en doute la pertinence de l'orientation donnée à la politique monétaire canadienne. La Banque a en effet continué de durcir les conditions monétaires jusqu'en août 1957 (graphiques 8 et 9), portant son

taux directeur à 4,33 %, ce qui a propulsé la monnaie canadienne à un sommet de 1,06 \$ É.-U. Ce nouveau resserrement a été jugé indu, car des signes témoignaient d'une décélération de la croissance. Le taux d'inflation, en particulier, s'était inscrit en baisse au début de 1957 et était descendu à 2,2 % à la fin de l'année, contre 3 % un an plus tôt. Les critiques à l'endroit de la politique monétaire s'appuyaient également sur le fait que le repli de l'économie canadienne était plus prononcé que celui observé aux États-Unis. On déduisait de cet écart que les chocs secouant l'économie n'étaient pas d'origine étrangère, mais bien interne, et qu'ils étaient imputables en somme à la politique monétaire restrictive. On aurait pu arguer à l'opposé que la politique monétaire suivie en 1955 et 1956 avait toléré un rythme d'expansion trop rapide, qui était responsable de la demande excédentaire et de la montée de l'inflation, et que les mesures énergiques prises par la banque centrale en 1957 et 1958 étaient nécessaires par conséquent pour contrer l'inflation. La vérité se situe probablement entre ces deux lectures des événements, c'est-à-dire que l'orientation de la politique monétaire n'a pas été suffisamment anticyclique tant durant la phase d'expansion que durant celle de contraction du cycle économique de 1954-1958.

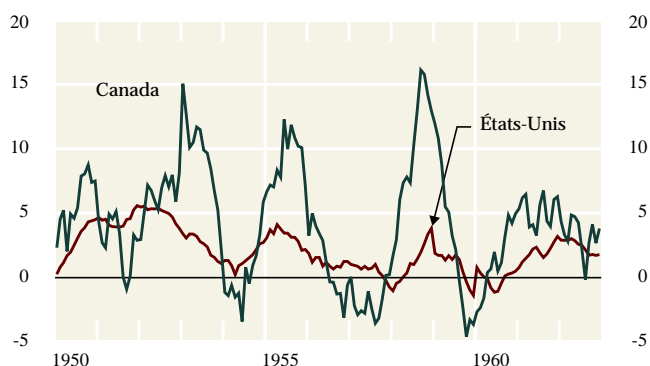
Dans les deux pays, la récession a touché un creux au printemps de 1958, et des mesures de stimulation monétaire à grande échelle ont aidé l'économie à se remettre rapidement. Au Canada, les taux d'intérêt ont fléchi à la faveur du repli du taux officiel d'escompte, qui est tombé de 3,92 % à la fin de 1957 à 1,91 % en juillet 1958 (Graphique 9). De part et d'autre de la frontière, la forte expansion monétaire a facilité la conversion, ou le renouvellement pour une plus longue durée, des emprunts obligataires émis par les gouvernements pour financer les dépenses liées à la Deuxième Guerre mondiale.

La reprise étant bien engagée au second semestre de 1958, les taux d'intérêt se sont fortement accrus dans les deux pays pour retrouver leurs niveaux du début de l'année (graphiques 9 et 10). L'ascension des taux canadiens a été plus marquée en raison notamment des mesures budgétaires expansionnistes adoptées par les administrations fédérale et provinciales pour juguler le chômage, dont le niveau était élevé. Cela n'a pas empêché les détracteurs de la Banque du Canada d'imputer la hausse des taux au caractère trop restrictif de la politique monétaire. Étant donné qu'à ce moment ni la Banque ni ses critiques (dont Gordon, 1961) n'étaient instruits des conclusions auxquelles parviendrait ultérieurement Mundell, ils ne se rendaient pas

Graphique 8

Masse monétaire (M1)

Données mensuelles désaisonnalisées, taux de croissance en glissement annuel

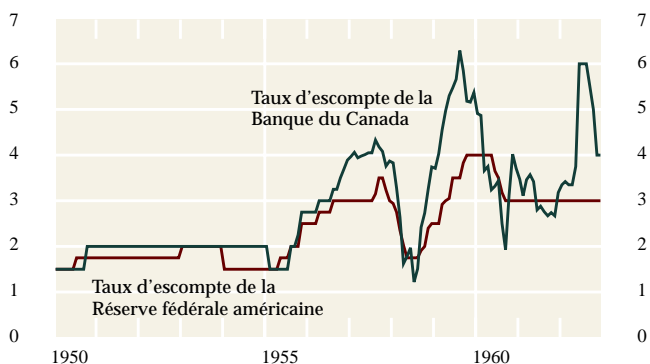


Sources : Metcalf, Redish et Shearer (1996) et National Bureau of Economic Research

Graphique 9

Taux d'intérêt

Données mensuelles



Sources : Statistique Canada et Banque des Règlements Internationaux

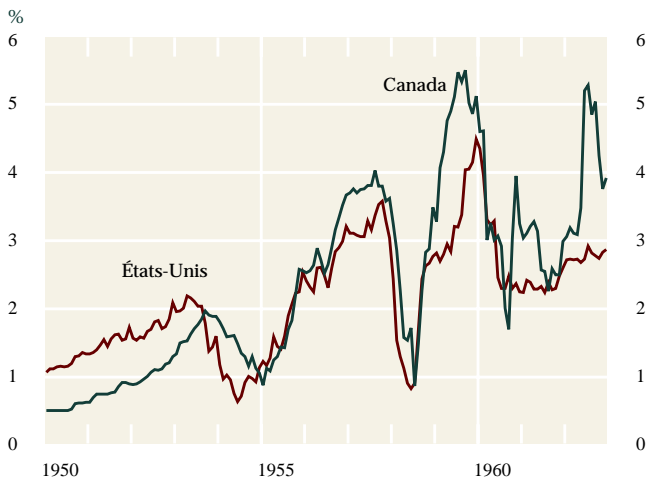
compte que, dans un régime de changes flottants, une politique budgétaire expansionniste a aussi pour conséquence de faire monter les taux d'intérêt et le cours externe de la monnaie. Le dollar canadien s'est donc apprécié d'environ 2 % en 1958, et sa valeur est demeurée supérieure à celle du billet vert tout au long de 1959.

Au Canada, le taux d'inflation, qui était de 2,5 % en 1958, est descendu à 2,0 % en 1959, et la reprise s'est poursuivie jusqu'à la fin de cette année-là. Comme la Banque a maintenu ses pressions à la hausse sur les taux d'intérêt à court terme pendant les huit premiers mois de 1959 — le taux d'escompte a grimpé de 257 points de base durant cette courte période,

Graphique 10

Rendements des bons du Trésor à trois mois sur le marché

Données mensuelles



Sources : Statistique Canada et Banque des Règlements Internationaux

passant de 3,85 % à 6,42 % —, un important écart est apparu entre les taux d'intérêt canadiens et américains (graphiques 9 et 10), de sorte que le dollar canadien s'est apprécié d'un cent additionnel. Craignant elle-même une intensification de l'inflation en 1959 et en 1960, la Réserve fédérale a également relevé son taux d'escompte, mais de façon moins draconienne que la Banque du Canada. Le resserrement des conditions monétaires a fait sentir son influence en 1960, avec un tassement de la croissance dans les deux pays et la baisse de l'inflation à 1,3 % au Canada. Le taux de chômage au Canada a considérablement augmenté, s'établissant à 8,7 % à la fin de 1960, alors qu'il était de 6,5 % au début de l'année. La Banque ne semblait pas comprendre qu'une hausse des taux d'intérêt provoquait un afflux de capitaux et donc une appréciation du dollar, laquelle engendrait un nouveau durcissement des conditions monétaires.

Les pressions politiques suscitées par la montée du chômage, conjuguées aux autres sujets de dissension entre le gouverneur Coyne et le gouvernement Diefenbaker, ont abouti, en mai 1961, au dépôt à la Chambre des communes d'un projet de loi qui visait à déclarer vacant le poste de gouverneur de la Banque. Coyne donna sa démission après que le projet de loi eut été défait au Sénat¹⁵.

15. Powell (à paraître) fournit une analyse éclairée des événements qui ont entouré cette démission.

En résumé, la politique monétaire mise en œuvre par la Banque du Canada au cours des années 1957-1961 ne s'opposait pas avec suffisamment de vigueur aux fluctuations conjoncturelles durant les épisodes de ralentissement de la croissance et d'augmentation du chômage, alors que la politique budgétaire appliquée durant ces épisodes était généralement expansionniste. On ne saisissait pas bien à l'époque l'incidence et le fonctionnement des politiques monétaire et budgétaire dans un contexte de flottement de la monnaie et de forte mobilité des capitaux. La conduite simultanée d'une politique monétaire restrictive et d'une politique budgétaire expansionniste a concouru à une hausse des taux d'intérêt et de la valeur externe de la monnaie. Au mieux, les effets de leur action conjuguée sur la production se sont neutralisés; au pire, la croissance s'en est trouvée encore affaiblie.

On ne saisissait pas bien à l'époque l'incidence et le fonctionnement des politiques monétaire et budgétaire dans un contexte de flottement de la monnaie et de forte mobilité des capitaux.

1961-1962 : une difficile transition vers le rétablissement des parités fixes

Louis Rasminsky est nommé gouverneur de la Banque du Canada pour succéder à Coyne. Rasminsky accepte le poste à la condition que soit clarifiée la question de savoir qui, de la banque centrale ou du gouvernement, est en définitive responsable de la politique monétaire. Il rédige et fait inscrire dans la *Loi sur la Banque du Canada* une disposition qui stipule que, en cas de conflit entre la Banque et le gouvernement au sujet de la conduite de cette politique, il revient à ce dernier de donner au gouverneur de la Banque des instructions précises devant être publiées dans la *Gazette du Canada* (le bulletin officiel du gouvernement). Selon toute vraisemblance, le gouverneur démissionnerait si une telle situation se présentait.

Le succès remporté par Rasminsky dans la clarification des responsabilités est toutefois éclipsé durant la première année de son mandat par les tentatives maladroites du gouvernement de relancer l'économie

en faisant baisser le cours du dollar par ses déclarations, et qui ont résulté finalement en une crise de change dont la résolution a nécessité l'intervention du FMI. Confronté à un taux de chômage relativement élevé, le gouvernement prévoit dans son budget de 1961 un train de mesures budgétaires expansionnistes. Parallèlement, il exprime le souhait de voir la monnaie canadienne se déprécier et, pour favoriser cette dépréciation, il commence à vendre des dollars canadiens sur le marché des changes. Le dollar canadien, qui se négociait avec une prime d'environ 1 % par rapport à la devise américaine en juillet 1961, plonge et ne cote plus que 95 cents É.-U. en septembre. De nouvelles pressions à la baisse de la part des autorités déclenchent un mouvement de spéculation contre la monnaie canadienne en avril 1962. Pour en stopper la chute, le gouvernement annonce qu'il dévalue le cours du dollar pour le fixer à 92,5 cents É.-U. La stabilité ne sera rétablie qu'au prix d'interventions totalisant un peu plus de 1 milliard de dollars É.-U. financées par le FMI, les États-Unis et le Royaume-Uni en juin 1962. L'annonce de cette nouvelle parité fixe met fin temporairement à l'expérience canadienne des taux de change flottants.

Le cours flottant du dollar canadien : sa stabilité et son rôle stabilisateur

Nous nous pencherons ici sur deux points, soit la stabilité remarquable affichée par le cours flottant de la monnaie canadienne de 1950 à 1962, et la question connexe de savoir si cette fermeté relative a véritablement contribué à mettre l'économie de notre pays à l'abri des chocs externes. Durant ces douze années, le dollar canadien s'est échangé contre la devise américaine à l'intérieur d'une plage étroite de 13 cents É.-U., son cours ayant évolué entre un creux de 0,93 \$ É.-U., touché au début de 1951, et un sommet de 1,06 \$ É.-U., atteint en août 1957. Au cœur de la période, soit de 1952 à 1960, le cours du dollar canadien s'est négocié entre 1,00 \$ É.-U., son niveau du début de 1952, et 1,06 \$ É.-U., son sommet d'août 1957, ce qui représente une fourchette de variation d'à peine 6 cents. De plus, les fluctuations enregistrées d'une journée à l'autre étaient très modérées et ordonnées. Pour l'ensemble de la période, la variation quotidienne s'est établie à 0,08 % en moyenne et elle n'a excédé un quart de point de pourcentage que dans 5 % des cas (Poole, 1967).

Plusieurs hypothèses ont été avancées pour expliquer la stabilité de la monnaie canadienne. Beaucoup l'ont attribuée à l'effet stabilisateur des opérations spéculatives effectuées par des agents convaincus que les

mouvements du taux de change étaient temporaires (Poole, 1967; Marsh, 1969; Yeager, 1976). Cette interprétation semblait conforter la thèse séminale de Friedman (1953) voulant que, sous un régime de changes flottants, la spéculation ne soit profitable que si elle a un effet stabilisateur. Certains considéraient que le peu de variabilité de la monnaie tenait plutôt à la similitude des positions conjoncturelles des économies du Canada et des États-Unis et de leurs politiques monétaires (Hawkins, 1968, p. 31) (graphiques 6, 8 et 9).

D'autres encore ont imputé la fermeté du dollar canadien aux interventions officielles, mais les travaux sur le sujet ont permis de conclure que celles-ci n'avaient pas joué de rôle significatif dans la stabilisation du taux de change nominal. S'il est vrai que les autorités ont été très présentes sur le marché des changes de 1952 à 1960, leurs interventions étaient d'une ampleur limitée et visaient simplement à neutraliser les fluctuations à court terme afin de maintenir l'ordre sur ce marché (Plumptre, 1970, p. 4)¹⁶.

Selon plusieurs observateurs, dont Plumptre (1970, p. 6), la stabilité relative affichée alors par le dollar canadien s'expliquait en partie par l'absence de chocs importants pendant la période de flottement¹⁷. Bordo, Dib et Schembri (2007) parviennent à des résultats qui étayaient cet argument. Ils se servent de leur modèle estimé de l'économie canadienne pour extraire les chocs structurels survenus dans les décennies de l'après-guerre; leur principale conclusion est que la variabilité des chocs durant les années 1950 a généralement été moindre que celle constatée au cours des autres décennies (1970, 1980 et 1990) où le taux de change flottait.

Le dollar canadien est resté relativement stable pendant cette période non seulement parce que les chocs du moment étaient faibles par comparaison et qu'ils touchaient jusqu'à un certain point à la fois le Canada et les États-Unis — comme en témoigne la corrélation étroite entre les cycles économiques des deux pays —, mais aussi à cause de l'immobilité relative des capitaux à l'échelle mondiale (les mouvements enregistrés entre le Canada et son voisin du sud constituant l'exception). En outre, il importe de rappeler que le Canada était alors le seul grand pays industrialisé à

16. Les réserves officielles ont affiché des variations mensuelles nettes inférieures à 20 millions de dollars la plupart des mois où des interventions ont eu lieu (Wonnacott, 1965; Yeager, 1976; Banque du Canada, 1964; Binhammer, 1964).

17. Plumptre (1970) signale également que lors de son précédent épisode de flottement, dans les années 1930, le cours du dollar canadien était aussi resté relativement stable.

laisser sa monnaie flotter, tous les autres ayant fixé le taux de change de leur monnaie par rapport au dollar américain.

En plus de procurer aux autorités monétaires la maîtrise de leur politique, le flottement d'une monnaie présente le grand avantage de protéger l'économie nationale contre les chocs externes. Ainsi qu'on l'a mentionné précédemment, le cours flottant du dollar canadien a été très stable — surtout si on le compare à la tenue des monnaies des pays industrialisés après l'effondrement du système de Bretton Woods au début des années 1970 —, et ce, malgré deux récessions notables. Cette stabilité a amené des observateurs (Wonnacott, 1965; McLeod, 1965) à conclure que l'expérience canadienne des années 1950 n'apportait nullement la preuve des capacités protectrices postulées d'un taux de change flottant.

Il convient de signaler toutefois que l'analyse bivariée de type qualitatif effectuée par ces auteurs est incomplète et ne comporte pas de scénario contre-factuel adéquat. En particulier, il est probable que l'ajustement du taux de change aux fluctuations de la demande américaine d'exportations ait été gêné par l'orientation peu anticyclique de la politique monétaire. Mundell (1964), McLeod (1965) et Dunn (1971) font valoir que la politique monétaire suivie au Canada s'est beaucoup moins opposée aux fluctuations conjoncturelles que sa contrepartie américaine durant les récessions vécues simultanément par les deux pays, soit en 1953-1954 et en 1957-1958 (graphiques 6, 8 et 9). Voilà qui explique pourquoi le dollar canadien a eu tendance à s'apprécier lorsque l'assouplissement de la politique monétaire américaine précédait et dépassait en intensité celui de la nôtre. On peut donc en déduire que le taux de change flottant ne protégeait guère l'économie canadienne contre un fléchissement de la demande américaine.

Le creusement de l'écart entre les taux d'intérêt en vigueur au Canada et aux États-Unis s'est répercuté sur le dollar canadien. Nombre d'études démontrent que celui-ci était particulièrement sensible aux écarts observés entre les taux à court terme de ces deux pays durant les années 1950 à cause de la mobilité substantielle des capitaux de part et d'autre de la frontière¹⁸. Par conséquent, le caractère plus restrictif de la politique monétaire canadienne pendant la seconde moitié de la période de flottement a maintenu le cours de la monnaie canadienne au-dessus de la parité avec le billet vert, freinant du même coup la demande

intérieure et mondiale de biens échangeables produits au Canada et, partant, l'activité économique.

Au moyen d'un modèle de l'économie canadienne, Bordo, Dib et Schembri (2007) procèdent à deux simulations contrefactuelles pour examiner l'incidence économique de la politique monétaire et du régime de change adoptés par le Canada au cours des années 1950. Dans la première simulation, les chercheurs éliminent la modification apparemment subie par la politique monétaire pendant la deuxième partie de la période de flottement et appliquent à l'ensemble de la période la fonction de réaction de la politique monétaire estimée pour les années 1950 à 1956. Dans la seconde, ils postulent que la parité fixe en vigueur en 1950 n'est pas abandonnée en faveur d'un taux de change flottant.

Il ressort de la première simulation que l'économie aurait affiché une meilleure tenue si la politique monétaire n'avait pas été modifiée durant la seconde moitié de la période de flottement. Non seulement la politique suivie était plus volatile, mais elle a aussi fait monter les taux d'intérêt. Ainsi, la variabilité de la production s'est accentuée, et la croissance a vraisemblablement souffert du fait que la hausse des taux d'intérêt a également engendré une appréciation du dollar. La mauvaise compréhension de l'influence des mesures de politique monétaire en régime de changes flottants est en partie à l'origine de l'abandon de ce régime.

Il convient de retenir de ces simulations contrefactuelles que la production et l'inflation s'avèrent moins variables en régime de changes flottants qu'en régime de changes fixes.

Si le taux de change nominal était resté fixe, comme le supposait le second scénario contrefactuel, la volatilité de toutes les variables (sauf le taux de change) se serait considérablement accrue. Les résultats de cette simulation laissent croire que le taux de change flottant a eu un effet stabilisateur sur l'économie canadienne, même après 1957, période où la politique monétaire était plus volatile.

18. À ce sujet, voir notamment Caves et autres (1971).

Comme on l'a déjà signalé, le cours flottant du dollar canadien a été étonnamment stable durant les années 1950, ce qui amène à se demander à quel point il a joué un rôle puisqu'il a si peu varié. Bien que divers facteurs puissent expliquer cette stabilité, le fait que la politique monétaire n'ait pas été menée de façon à tirer pleinement avantage de la capacité du taux de change flottant de faciliter l'ajustement macroéconomique figure parmi les plus importants. Il convient néanmoins de retenir de ces simulations contrefactuelles que la production et l'inflation s'avèrent moins variables en régime de changes flottants qu'en régime de changes fixes.

Incidence sur la pensée économique

Bien que, au départ, le FMI se soit opposé à la décision du Canada d'opter pour un régime de changes flottants, ses chercheurs et ceux d'autres organisations dans le monde se sont intéressés aux succès remportés et aux difficultés éprouvées par les autorités canadiennes dans la conduite de leurs politiques monétaire et budgétaire sous un tel régime. L'expérience à laquelle s'est alors livré le Canada a fortement influé sur la conception du modèle de Mundell-Fleming, notamment sur la contribution de Mundell. Ce modèle est devenu le principal outil du FMI pendant trois décennies et l'une des assises de la nouvelle macroéconomie ouverte.

L'expérience canadienne du flottement des changes a inspiré les recherches de Robert Mundell. Ce dernier a passé un an (soit en 1961-1962) au Département des études et des statistiques du FMI, et ses travaux ont influencé et complété ceux de deux chercheurs du Fonds, J. Marcus Fleming et Rudolf Rhomberg.

Dans deux textes récents où il revient sur la question, Mundell explique comment il a puisé dans l'expérience canadienne des taux de change flottants les fondements de sa contribution à la construction du modèle :

C'est vers cette époque [1956-1957] que j'ai cessé d'écrire sur le modèle classique et de tenter de le perfectionner pour réfléchir plutôt à des façons de formuler les équations d'un modèle d'équilibre général en économie ouverte tenant compte des variables monétaires, des taux de change et des mouvements de capitaux. Le flottement de la monnaie du Canada et l'existence de flux de capitaux entre ce pays et les États-Unis revêtaient une grande pertinence, mais on ne trouvait nulle part dans la littérature un

modèle qui puisse englober ces éléments.
(Mundell, 2002, traduction, p. 4 de l'anglais)

Mundell analyse en ces termes les implications de la version du modèle présentée dans un article du *Quarterly Journal of Economics* publié en 1960 :

Selon ce nouveau modèle, une expansion de l'économie nationale devait se traduire par une augmentation des taux d'intérêt, un afflux de capitaux, une appréciation du taux de change réel et une détérioration de la balance commerciale [...] un constat valable autant pour un régime de changes fixes que flottants, et dont il importait de saisir la portée pour comprendre l'évolution économique au Canada, le seul grand pays doté d'un régime de changes flottants durant les années 1950. (Mundell, 2001, traduction, p. 221 de l'anglais)

Rudiger Dornbusch (2000, p. 200) et Andrew Rose (2000, p. 217) consacrent tous deux un article aux travaux nobélisés de Mundell, dans lesquels ils soulignent l'influence jouée par l'expérience canadienne. Le réputé chercheur a rédigé plusieurs études clés au début des années 1960 (en particulier Mundell, 1961 et 1963), qui portent directement sur l'expérience du Canada en matière de flottement de la monnaie et de mobilité des capitaux. La plus connue de ces études (Mundell, 1963) compare soigneusement les politiques monétaire et budgétaire appliquées en régime de changes fixes à celles suivies dans un contexte de taux flottants et de mobilité des capitaux. Il démontre que, lorsque la monnaie flotte, un accroissement des dépenses publiques exerce sur les taux d'intérêt et les taux de change une pression à la hausse qui limite les effets des mesures budgétaires expansionnistes sur la production, exactement ce qui s'est passé au Canada vers la fin des années 1950 et au début des années 1960. Une politique de contraction monétaire fera aussi grimper les taux d'intérêt et le taux de change et provoquera une baisse de la production. Encore une fois, son analyse illustre bien la situation observée au Canada vers la fin des années 1950. Plus précisément, Mundell (1964) affirme que le resserrement monétaire appliqué par le gouverneur Coyne face aux préoccupations que lui inspiraient la montée attendue de l'inflation et les importants flux de capitaux en provenance des États-Unis a eu des effets contraires à ceux recherchés. Le relèvement des taux d'intérêt a attiré davantage de capitaux, haussé la valeur du dollar canadien et affaibli tant l'investissement intérieur que la demande d'exportations. De plus, l'orientation expansionniste

imprimée à la politique budgétaire en réponse à la dégradation des conditions économiques est restée quasi sans effet, car elle n'a fait que pousser les taux d'intérêt et le taux de change encore plus haut.

J. Marcus Fleming a travaillé au Département des études et des statistiques du FMI de 1954 à 1976. Bien qu'il soit un auteur moins prolifique que Mundell, le rôle qu'il a joué dans la construction du modèle en question est similaire à celui de son confrère et jugé équivalent (Boughton, 2003). En 1962, Fleming fait paraître les résultats de recherches effectuées à l'aide d'un modèle à prix fixes de type IS-LM auquel il ajoute deux variables endogènes représentant la balance courante et le compte de capital. Les résultats qu'il obtient rappellent ceux de Mundell. Tout comme lui, il démontre que la politique budgétaire est plus efficace que la politique monétaire sous un régime de changes fixes alors que l'on observe l'inverse en régime de changes flottants.

Rudolf Rhomberg fait son entrée au Département des études et des statistiques du FMI en 1959, après avoir terminé à Yale sa thèse de doctorat sur le flottement de la monnaie canadienne. Dans la première étude qu'il publie (Rhomberg, 1960), il met en modèle le processus d'ajustement à court terme de la balance des paiements dans une économie ouverte et se sert de ce modèle pour cerner les facteurs déterminants de la remarquable stabilité du cours flottant du dollar canadien. Il constate que les mouvements spéculatifs s'équilibrent dans l'ensemble et constituent la principale force stabilisatrice. Il souligne néanmoins que le taux de change flottant n'a pas automatiquement soustrait le Canada aux chocs externes parce que la politique monétaire n'en tenait pas pleinement compte. Néanmoins, un tel taux paraît plus apte à combattre l'inflation qu'une tendance à la récession. Rhomberg réfute également la thèse antérieure voulant que des taux de change flexibles soient instables en l'absence de contrôles rigoureux des mouvements de capitaux. Il maintient que cette théorie est erronée parce qu'elle accorde trop de poids aux forts mouvements à court terme des capitaux engendrés par des modifications substantielles des attentes, et il conclut que l'expérience du Canada a prouvé qu'une monnaie flottante n'est pas intrinsèquement fragile.

Dans un deuxième texte fondateur, Rhomberg (1964) estime un petit modèle macroéconomique de l'économie canadienne. Les résultats qu'il obtient confortent la constatation de Mundell et Fleming selon laquelle la politique monétaire est plus efficace en régime de changes flottants, alors que la politique budgétaire l'est davantage en régime de changes fixes. Il conclut également qu'un taux de change flottant protège bien l'économie réelle contre les chocs de production externes.

L'expérience canadienne a contribué à démontrer que les taux de change flottants pouvaient constituer une solution de rechange viable aux parités de Bretton Woods.

Les travaux de Mundell, Fleming et Rhomberg inspirés par l'expérience du Canada en matière de changes flottants et par les défis liés à la conduite des politiques monétaire et budgétaire dans un tel environnement sont probablement les plus influents sur le sujet. Mais bien d'autres économistes et décideurs ont dégagé d'importantes leçons de cette expérience. Celle-ci a contribué à démontrer que les taux de change flottants pouvaient constituer une solution de rechange viable aux parités de Bretton Woods, ce qu'a confirmé ultérieurement le succès du système de flottement généralisé. En outre, les banques centrales de nombreux pays tirent aujourd'hui parti de l'indépendance que procurent des taux de change flottants dans la mise en œuvre d'une politique monétaire axée sur l'atteinte d'une cible d'inflation intérieure. Cette stratégie leur a permis d'accroître grandement la stabilité macroéconomique globale de leur pays, en partie grâce à la réalisation de taux d'inflation bas et stables. Mais elles y sont aussi parvenues parce qu'elles ont intégré le canal des taux de change dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire et laissé le cours externe de la monnaie jouer un rôle stabilisateur.

Ouvrages et articles cités

- Abbott, D. (1952). Discours prononcé devant la Chambre de commerce de Vancouver, Vancouver (Colombie-Britannique), 20 octobre.
- Banque du Canada (1956). *Rapport annuel du gouverneur au ministre des Finances et relevé des comptes pour l'année 1955*, Ottawa, Banque du Canada.
- (1959). *Rapport annuel du gouverneur au ministre des Finances et relevé des comptes pour l'année 1958*, Ottawa, Banque du Canada.
- Binhammer, H. H. (1964). « Canada's Foreign Exchange Problems: A Review », *Kyklos*, vol. 17, n° 4, p. 636-653.
- Bordo, M., A. Dib et L. Schembri (2007). *Canada's Pioneering Experience with a Flexible Exchange Rate in the 1950s: (Hard) Lessons Learned for Monetary Policy in a Small Open Economy*, document de travail n° 2007-45, Banque du Canada.
- Bordo, M., T. Gomes et L. Schembri (2008). *Canada and the IMF: Trailblazer or Prodigal Son?*, département des Relations internationales, Banque du Canada. Ébauche.
- Boughton, J. M. (2003). « On the Origins of the Fleming-Mundell Model », *IMF Staff Papers*, vol. 50, n° 1, p. 1-9.
- Canada (1964). *Rapport de la Commission royale d'enquête sur le système bancaire et financier*, Ottawa, Imprimeur de la Reine.
- Caves, R. E., G. L. Reuber, R. W. Baguley, J. M. Curtis et R. Lubitz (1971). *Capital Transfers and Economic Policy: Canada, 1951-1962*, Cambridge (Massachusetts), Harvard University Press.
- Dornbusch, R. (2000). « Robert A. Mundell's Nobel Memorial Prize », *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 102, n° 2, p. 199-210.
- Dunn, R. M. (1971). *Canada's Experience with Fixed and Flexible Exchange Rates in a North American Capital Market*, Montréal, Comité américain-canadien.
- Fleming, J. M. (1962). « Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates », *Staff Papers*, Fonds monétaire international, vol. 9, n° 3, p. 369-380.
- Friedman, M. (1953). « The Case for Flexible Exchange Rates », *Essays in Positive Economics*, Chicago, University of Chicago Press, p. 157-203. Version française publiée en 1995 sous le titre « Défense des taux de change flexibles », *Essais d'économie positive*, Éditions Litec, Paris.
- Friedman, M., D. Gordon et W. A. Mackintosh (1948). *Canada and the Problems of World Trade: A Radio Discussion*, Chicago, University of Chicago Press, coll. « The University of Chicago Roundtable », n° 526.
- Friedman, M., et R. V. Roosa (1967). *The Balance of Payments: Free versus Fixed Exchange Rates*, Washington, American Enterprise Institute for Public Policy Research, coll. « Rational Debate Seminars », n° 4.
- Gordon, H. S. (1961). *The Economists versus the Bank of Canada*, Toronto, Ryerson Press.
- Hawkins, R. G. (1968). « Stabilizing Forces and Canadian Exchange-Rate Fluctuations », *The Stability of Flexible Exchange Rates — The Canadian Experience*, sous la direction de G. H. Mellish et R. G. Hawkins, New York, New York University Graduate School of Business Administration, Institute of Finance, coll. « The Bulletin », n°s 50-51, p. 28-65.
- Laidler, D. (1999). *The Exchange Rate Regime and Canada's Monetary Order*, document de travail n° 99-7, Banque du Canada.
- Marsh, D. B. (1969). « Canada's Experience with a Floating Exchange Rate: A Vindication of Free Markets in Exchange », *The International Market for Foreign Exchange*, sous la direction de R. Z. Aliber, New York, Frederick A. Praeger, p. 138-157.
- McLeod, A. N. (1965). *A Critique of the Fluctuating-Exchange-Rate Policy in Canada*, New York, New York University Graduate School of Business Administration, Institute of Finance, coll. « The Bulletin », n°s 34-35.
- Meade, J. E. (1951). *The Theory of International Economic Policy*, London, Oxford University Press, 2 vol.

Ouvrages et articles cités (suite)

- Metcalf, C., A. Redish et R. Shearer (1996). *New Estimates of the Canadian Money Stocks : 1871-1967*, département de science économique, Université de la Colombie-Britannique, coll. « Discussion Papers », n° 96-17.
- Muirhead, B. (1999). *Against the Odds: The Public Life and Times of Louis Rasminsky*, Toronto, University of Toronto Press.
- Mundell, R. A. (1960). « The Monetary Dynamics of International Adjustment under Fixed and Flexible Exchange Rates », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 74, n° 2, p. 227-257.
- (1961). « Flexible Exchange Rates and Employment Policy », *Revue canadienne d'économie et de science politique*, vol. 27, n° 4, p. 509-517.
- (1963). « Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates », *Revue canadienne d'économie et de science politique*, vol. 29, n° 4, p. 475-485.
- (1964). « Problems of Monetary and Exchange Rate Management in Canada », *National Banking Review*, vol. 2, n° 1, p. 77-86.
- (2001). « On the History of the Mundell-Fleming Model », *IMF Staff Papers*, vol. 47, numéro spécial, p. 215-227.
- (2002). « Notes on the Development of the International Macroeconomic Model », *The Open Economy Macromodel: Past, Present, and Future*, sous la direction de A. Arnon et W. Young, Boston, Kluwer Academic Publishers, p. 1-16.
- Murray, J., L. Schembri et P. St-Amant (2003). « Revisiting the Case for Flexible Exchange Rates in North America », *North American Journal of Economics and Finance*, vol. 14, n° 2, p. 207-240.
- Osakwe, P., et L. Schembri (1998). « Les crises de change et les régimes de change fixe depuis le début des années 1990 », *Revue de la Banque du Canada*, automne, p. 23-38.
- Plumptre, A. F. W. (1970). *Exchange-Rate Policy: Experience with Canada's Floating Rate*, Université de Princeton, coll. « Essays in International Finance », n° 81.
- Poole, W. (1967). « The Stability of the Canadian Flexible Exchange Rate, 1950-1962 », *Revue canadienne d'économie et de science politique*, vol. 33, n° 2, p. 205-217.
- Powell, J. (2005). *Le dollar canadien : une perspective historique*, Ottawa, Banque du Canada.
- (à paraître). *The Bank of Canada Comes of Age: The Governance of James Coyne, 1955-1961*. Manuscrit.
- Rhomberg, R. R. (1960). « Canada's Foreign Exchange Market: A Quarterly Model », *Staff Papers*, Fonds monétaire international, vol. 7, n° 3, p. 439-456.
- (1964). « A Model of the Canadian Economy under Fixed and Fluctuating Exchange Rates », *Journal of Political Economy*, vol. 72, n° 1, p. 1-31.
- Rose, A. K. (2000). « A Review of Some of the Economic Contributions of Robert A. Mundell, Winner of the 1999 Nobel Memorial Prize in Economics », *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 102, n° 2, p. 211-222.
- Wonnacott, P. (1965). *The Canadian Dollar: 1948-1962*, 2^e éd. rev., Toronto, University of Toronto Press.
- Yeager, L. B. (1976). *International Monetary Relations: Theory, History, and Policy*, 2^e éd., New York, Harper and Row.