

Résumé du colloque *Les taux de change flottants : une nouvelle analyse*

Lawrence Schembri, département des Relations internationales

Le dixième colloque annuel de la Banque du Canada, qui s'est tenu en novembre 2000, a marqué le 50^e anniversaire de l'adoption initiale d'un régime de changes flottants par le Canada. Le pays, en effet, a laissé flotter sa monnaie pendant 43 des 51 dernières années, soit environ 15 de plus que tout autre grand pays industrialisé au cours de cette période¹. Le succès que le Canada a connu à cet égard depuis la Seconde Guerre mondiale, en particulier sa plus récente expérience d'un taux flottant combiné à une cible d'inflation, a servi d'exemple à d'autres pays industrialisés ainsi qu'aux économies de marché émergentes, dont le Mexique et le Brésil.

Le colloque rend hommage au travail de pionnier du professeur Milton Friedman dans la théorisation des taux de change. L'article de Friedman intitulé « Défense des taux de change flexibles », qui fait toujours autorité, expose avec lucidité les arguments clés en faveur du flottage des monnaies et constitue le fondement intellectuel du régime de changes flottants du Canada². Un grand nombre des arguments de Friedman ont été revus dans les études présentées au colloque à la lumière des progrès récents de la théorie économique ainsi que des nouvelles données et techniques économétriques.

1. Le Canada est revenu au régime de changes fixes de Bretton Woods le 2 mai 1962, pour ensuite l'abandonner définitivement le 31 mai 1970. Les autres grands pays industrialisés ont délaissé à leur tour le système de parités fixes en 1973. L'expérience précoce du Canada en matière de taux de change flottants, de 1950 à 1962, a souvent été citée en exemple pour illustrer les vertus d'un tel régime, notamment par Milton Friedman (1953), et elle a inspiré de nombreuses études universitaires et plusieurs thèses de doctorat, dont celles de William Poole et de Robert McTeer, actuels présidents des banques fédérales de réserve de Saint Louis et de Dallas, respectivement.

2. L'article de Friedman, publié en 1953 dans sa version anglaise, était à l'origine un mémoire présenté au gouvernement américain à l'automne 1950.

Friedman a également apporté une autre contribution plus directe, quoique méconnue, à la politique de change canadienne en participant à un débat radiophonique sur la question le 18 avril 1948 avec Donald Gordon, alors sous-gouverneur de la Banque du Canada, et W. A. Mackintosh, professeur d'économie à l'Université Queen's. Durant le débat, Friedman a soutenu que le Canada devrait remplacer ses contrôles directs sur les importations par un régime de changes flottants parce que « c'est là le moyen le plus efficace de hausser le prix relatif des biens [d'importation] pour les Canadiens et d'abaisser celui des biens d'exportation canadiens pour les étrangers » [*traduction*]. Friedman se demandait aussi « s'il ne vaut pas mieux laisser chacun décider de ce à quoi il est prêt à renoncer face aux majorations de prix plutôt que de s'en remettre aux décisions péremptoires d'un fonctionnaire » [*traduction*] (Friedman, Gordon et Mackintosh, 1948, p. 6).

Moins de 18 mois plus tard, soit le 30 septembre 1950, Douglas Abbott, ministre des Finances du Canada, annonçait que le gouvernement abandonnait le régime officiel de changes fixes et que, désormais, les taux de change seraient déterminés par l'offre et la demande de devises au pays. Friedman n'aurait pu dire mieux³.

Cinquante ans après, au lendemain des crises de change survenues dans les années 1990 et de l'avènement de l'Union économique et monétaire européenne, la question du choix du régime de change est toujours

3. Dans son autobiographie, Friedman soutient que son débat radiophonique avec Donald Gordon a « joué un rôle de premier plan » dans la décision du Canada d'adopter un taux de change flottant en 1950 (Friedman et Friedman, 1998, p. 189).

à l'ordre du jour. En vue d'apporter sa contribution au débat, la Banque a consacré son dernier colloque au réexamen des avantages d'un régime de changes flottants (combiné à l'établissement d'une cible d'inflation ou de niveau des prix) par rapport à un régime de changes fixes plus permanent, reposant par exemple sur le recours à une monnaie commune, compte tenu des progrès de la théorie et des nouvelles recherches empiriques réalisées sur le sujet. Les travaux présentés portaient sur les expériences diverses d'un large éventail d'économies de marché émergentes et de plusieurs pays industrialisés, dont le Canada.

Le colloque a comporté cinq séances de travail, qui ont été suivies d'une séance de clôture et de l'allocution du conférencier d'honneur. À chacune des cinq séances deux études ont été présentées, l'une réalisée par des économistes de la Banque et l'autre par des universitaires. Aux exposés succédaient les observations d'un commentateur désigné et une période de questions. La séance de clôture a réuni les éminents professeurs Michael Bordo, de l'Université Rutgers, John Helliwell, de l'Université de la Colombie-Britannique, et Richard Lipsey, de l'Université Simon Fraser. Le conférencier d'honneur, le lauréat du prix Nobel Milton Friedman, de la Hoover Institution, a prononcé son allocution par vidéoconférence depuis l'Université Stanford. Friedman et les animateurs de la séance de clôture ont également répondu aux questions de l'assistance. Le texte qui suit récapitule les points saillants des études présentées à chaque séance de travail et résume la séance de clôture ainsi que l'allocution du conférencier d'honneur⁴.

Séance 1 : Analyse du bien-être

Une grande partie des études comparatives actuelles sur les régimes de change sont de nature qualitative et n'analysent pas formellement le bien-être. Les travaux présentés lors de cette séance tentent de combler cette lacune en faisant appel à des modèles dynamiques d'équilibre général qui renferment explicitement des fonctions de bien-être des ménages et qui postulent un comportement d'optimisation de la part de ces derniers et des entreprises⁵. Afin de faire ressortir les différences entre les divers régimes de change considérés, les deux études présupposent une certaine rigidité des salaires ou des prix.

4. Ces résumés s'inspirent des sommaires préparés par John Helliwell pour la séance de clôture.

5. Moran (2000-2001) fait un survol des modèles dynamiques d'équilibre général.

Tiff Macklem, Patrick Osakwe, Hope Piro et Lawrence Schembri utilisent un modèle dynamique d'équilibre général étalonné à trois secteurs (ressources naturelles, produits manufacturés et biens non échangeables) de l'économie canadienne pour analyser l'effet des chocs stochastiques sur les termes de l'échange sous divers régimes de change et de politique monétaire. Les auteurs étudient deux régimes : le premier combine taux de change flottants et cible de niveau des prix — ce qui se rapproche du régime actuel du Canada —, et le deuxième prévoit un taux de change fixe permanent, comme dans le cadre d'une union monétaire. Le modèle utilisé intègre explicitement la relation d'arbitrage entre la stabilité macroéconomique liée à un taux flottant et l'allègement des coûts de transaction associé à un taux fixe. Les coûts de transaction des échanges internationaux sont déterminés de façon endogène dans le modèle par la variabilité du taux flottant. Les auteurs font l'hypothèse que 50 % des consommateurs ont un accès limité au crédit, ce qui rend compte du fait que la plupart des agents ne peuvent atténuer l'incidence des chocs exogènes sur leur consommation en empruntant sur les marchés mondiaux de capitaux. Les résultats indiquent qu'il serait plus profitable, pour le Canada, de continuer à composer avec les modifications des termes de l'échange en laissant flotter sa monnaie plutôt que de réduire les coûts de transaction en adhérant à une union monétaire. En effet, les modifications des termes de l'échange entraînent une variance de la production qui est près de 50 % plus élevée en régime de changes fixes qu'en régime de changes flottants. Par ailleurs, les auteurs constatent que, pour que les taux fixes s'avèrent plus avantageux que les taux flottants, les économies de coûts de transaction associées à l'adoption d'une monnaie commune devraient équivaloir à 0,8 % du PIB, ce qui est environ quatre fois supérieur à celles qui sont généralement estimées. Ils analysent également la sensibilité des résultats à la croissance de l'aversion pour le risque et à la hausse de la probabilité de chocs importants. Dans les deux cas, un régime de changes flottants accroîtrait davantage le bien-être. Les auteurs soutiennent que leur modèle présente un biais favorable aux taux de change fixes parce qu'il suppose que les chocs ont une incidence uniforme sur l'ensemble des travailleurs alors qu'en réalité, les répercussions sont très inégales. Les résultats, toutefois, appuieraient moins l'option d'un régime de changes flottants si le Canada devait réduire à l'avenir sa dépendance par rapport à la production et à l'exportation de matières premières.

Michael Devereux souligne qu'il importe, dans le choix du régime de change, de prendre en considération le comportement des entreprises du secteur des biens échangeables en matière de fixation des prix. Dans la fonction d'utilité de son modèle, l'arbitrage se fait principalement entre la variabilité de l'inflation et celle de la production. Les prix étant établis dans le cadre d'un régime de concurrence monopolistique, la volatilité de l'inflation entraîne celle des marges et, par conséquent, une sous-optimisation importante. L'auteur fait valoir que, dans un contexte où les entreprises du secteur des biens échangeables fixent leurs prix en fonction du marché, empêchant ainsi les fluctuations du taux de change de se répercuter immédiatement sur les prix intérieurs, un régime de changes flottants est sans doute préférable à un régime de changes fixes. Un taux flottant réduit la variabilité de la production en cas de chocs externes et n'augmente guère la volatilité de l'inflation s'il y a transmission limitée des mouvements du taux de change aux prix intérieurs. Devereux indique que les fluctuations du taux de change sont davantage susceptibles de se répercuter sur les prix intérieurs des marchés émergents que sur ceux des économies avancées, ce qui augmente l'attrait des taux flottants pour ces dernières. L'auteur intègre une courbe de Phillips prospective à son modèle et étudie cinq régimes de politique monétaire, dont un de parités fixes et deux de changes flottants avec cible d'inflation. Lorsqu'il y a transmission limitée des variations du taux de change, l'adoption d'un régime de changes flottants se traduit par un accroissement du bien-être. La stratégie optimale consiste alors à fonder la cible d'inflation sur le prix des biens non échangeables plutôt que sur celui du panier de biens et services servant à établir l'indice des prix à la consommation.

Séance 2 : Rôle du taux de change dans l'ajustement et l'intégration économiques

Lorsqu'un pays choisit un régime de taux de change, il est important qu'il détermine quelle option favorise le plus l'ajustement macroéconomique et l'intégration économique. Le flottement du taux de change nominal facilite généralement l'ajustement du taux de change réel aux chocs exogènes dans un contexte de rigidité des prix ou des salaires. À l'inverse, la fixité du taux de change, surtout dans le cadre d'une union monétaire, est propice à l'intégration économique sur le plan des échanges commerciaux et à la mobilité des facteurs entre les pays en abaissant le coût des transactions internationales.

Ramdane Djoudad, Céline Gauthier et Pierre St-Amant étudient les mécanismes d'ajustement macroéconomique en élargissant les modèles vectoriels autorégressifs (VAR) structurels élaborés par Dupasquier, Lalonde et St-Amant (1997) et par Clarida et Galí (1994) pour intégrer les prix des produits de base à l'analyse des échanges canado-américains. Le choix d'inclure les prix de ces produits est motivé par le fait qu'Amano et van Norden (1993) ont constaté que les prix réels des produits de base, surtout ceux des produits non énergétiques, expliquent de façon statistiquement significative l'évolution du taux de change réel canadien. Les auteurs obtiennent plusieurs résultats intéressants en estimant leur modèle VAR structurel à l'aide de données trimestrielles canadiennes et américaines allant de 1973 à 1999. Premièrement, le flottement du taux de change nominal du Canada facilite l'ajustement macroéconomique en accélérant le réalignment du taux de change réel. Deuxièmement, l'intégration des prix réels des matières premières dans le modèle ne modifie pas les principaux résultats des études antérieures, à savoir que les variations du taux de change réel et de la production sont surtout attribuables aux chocs réels de demande et d'offre. Troisièmement, les chocs monétaires n'expliquent guère les mouvements du taux de change réel.

Andrew Rose analyse les répercussions de l'adoption d'une monnaie commune sur l'intégration économique. Se fondant sur ses travaux précédents et sur de nouveaux résultats empiriques, l'auteur compare le degré d'intégration économique de pays membres d'unions monétaires à celui de régions d'un même pays et à celui de pays aux monnaies différentes. En règle générale, il constate que les pays faisant partie d'unions monétaires sont davantage intégrés que les autres, mais beaucoup moins que ne le sont les régions d'un même pays. Rose se penche tout d'abord sur les caractéristiques fondamentales des pays membres d'unions monétaires; il s'agit habituellement de pays pauvres, de petite taille et plus spécialisés que les autres. L'auteur étudie ensuite les échanges commerciaux, les taux de change réels, le synchronisme des cycles économiques et le partage du risque de consommation. À l'aide d'un vaste ensemble de données longitudinales portant sur plus de 150 pays et renouvelé tous les cinq ans, il estime une équation qui inclut un large éventail de variables de contrôle et constate que les échanges commerciaux sont de 340 % supérieurs entre les pays membres d'une union monétaire qu'entre les autres. Les taux de change réels affichent une persistance semblable à l'intérieur et à

l'extérieur d'unions monétaires (c'est-à-dire que leur rythme d'ajustement est quasi identique). La volatilité des taux de change réels est cependant inférieure au sein d'unions monétaires, bien qu'elle demeure beaucoup plus élevée qu'entre les villes d'un même pays. Les pays qui adhèrent à des unions monétaires présentent plus de synchronisme dans leurs cycles économiques que les autres, mais beaucoup moins que les régions d'un même pays. Finalement, Rose se demande si les corrélations de la consommation entre les pays sont plus étroites au sein d'une union monétaire; après avoir tenu compte du synchronisme de la production, il ne détecte aucun indice probant de la présence d'un tel effet. En conclusion, à la lumière des résultats de Frankel et Rose (2000), il soutient que l'intégration commerciale plus poussée des pays membres d'unions monétaires tire à conséquence du fait que l'accroissement des échanges donne lieu à une hausse de la production. Il ajoute toutefois qu'il serait abusif d'appliquer ces résultats, fondés sur un échantillon majoritairement constitué de pays pauvres et de petite taille faisant partie d'unions monétaires, à des pays plus vastes dont l'économie est davantage développée, comme le Canada ou les membres de l'Union économique et monétaire européenne.

Séance 3 : Taux de change, marchés des changes et échanges commerciaux

On taxe souvent les taux de change flottants de volatilité excessive. Certains observateurs vont jusqu'à dire qu'ils sont largement déconnectés des facteurs macroéconomiques fondamentaux. Ce supposé découplage sert souvent à justifier l'intervention des banques centrales sur le marché des changes, prétendument incapable de lui-même de ramener rapidement le taux de change à son niveau d'équilibre. De plus, un grand nombre d'économistes estiment que la volatilité des taux de change nuit considérablement aux échanges commerciaux.

Ramdane Djoudad, John Murray, Tracy Chan et Jason Daw analysent le rôle des variables économiques fondamentales dans la détermination des mouvements du taux de change au Canada ainsi qu'en Australie et en Nouvelle-Zélande, deux autres grands pays exportateurs de matières premières. Ils commencent par modifier le modèle à correction d'erreurs à l'aide duquel Amano et van Norden (1993) étudient le taux de change canadien afin de l'étendre aux cas de la Nouvelle-Zélande et de l'Australie. Le modèle qu'ils utilisent vise à expliquer l'évolution des

variations des taux de change bilatéraux réels à partir des prix des produits de base hors énergie, des prix des produits énergétiques et des différentiels de taux d'intérêt. Les auteurs estiment le modèle pour chacun des trois pays (Australie, Canada et Nouvelle-Zélande); les résultats obtenus sont semblables d'un pays à l'autre, et l'ajustement statistique du modèle est bon. Djoudad et ses collaborateurs se servent ensuite de ces équations estimées du taux de change pour reproduire de façon approximative le comportement des opérateurs de type fondamentaliste et différencier, à l'aide de techniques de changement de régime, les périodes où le marché des changes est dominé par les chartistes (adeptes de l'analyse technique) ou les fondamentalistes. Un certain nombre de règles de décision techniques servent à représenter le comportement des chartistes. Les auteurs constatent que les chartistes exercent une influence prépondérante lors des périodes calmes (soit environ 70 % des journées d'activité du marché), alors que les fondamentalistes sont plus actifs dans les périodes plus agitées. Selon eux, ces résultats indiquent qu'il n'est pas nécessaire que les banques centrales interviennent pour aider à stabiliser les marchés puisque les variations importantes des taux de change dans ces trois pays sont généralement dues aux efforts déployés par les fondamentalistes en vue de ramener le cours de la monnaie à sa valeur d'équilibre. Enfin, les auteurs soutiennent que les autorités monétaires ne devraient pas systématiquement opposer une résistance aux modifications des conditions monétaires imputables aux mouvements des taux de change car ceux-ci reflètent souvent des changements des variables économiques fondamentales.

Philippe Bacchetta et Eric van Wincoop élaborent un modèle théorique d'équilibre général comportant plusieurs sources d'incertitude en vue d'analyser la relation entre les échanges commerciaux et les fluctuations du taux de change nominal. En règle générale, cette relation est ambiguë, mais comme elle dépend du mode d'établissement des prix des entreprises exportatrices, les auteurs déterminent tout d'abord si la stratégie optimale consiste, pour celles-ci, à fixer les prix dans la monnaie de leur pays ou dans celle des pays importateurs (c.-à-d. en fonction de leurs marchés). Ils constatent que, si l'on retient des valeurs plausibles pour les paramètres, la plupart des entreprises établissent leurs prix en fonction des marchés afin de stabiliser les volumes de ventes et de réduire ainsi les risques auxquels elles s'exposent. Ils montrent également qu'une fois le mode d'établissement des prix arrêté, les fluctuations d'un taux de change

flottant ne réduisent le commerce que lorsque les prix des exportations sont fixés en fonction des marchés, puisqu'elles se répercutent alors directement sur le niveau des revenus calculés dans la monnaie nationale. Que les échanges diminuent ou non dans l'ensemble dépend du degré de substituabilité des loisirs et de la consommation dans la fonction de préférence des ménages, de la politique monétaire et de la mesure dans laquelle les prix sont déterminés en fonction des marchés. Le modèle des auteurs postule que la présence de marchés d'actifs plus complets amènera les entreprises à couvrir leurs risques et à délaissier le mode d'établissement des prix en fonction des marchés. L'influence du régime de change sur le commerce est donc susceptible de régresser.

Séance 4 : Incertitude entourant le taux de change, investissements et productivité

Les fluctuations des taux de change nominaux peuvent engendrer de l'incertitude à long terme et ainsi ralentir les investissements par la détérioration du profil risque-rendement et le report de projets d'investissement. Or, la diminution des investissements réduit la productivité du travail et, potentiellement, la productivité totale ou multifactorielle en raison de l'intégration fréquente des technologies les plus récentes aux biens d'équipement nouvellement acquis. De plus, McCallum (1999), entre autres auteurs, a soutenu que la baisse du taux de change nominal nuit à la productivité en réduisant les incitations à investir dans le capital physique et humain et en recherche-développement en vue d'améliorer la productivité. Cet argument, toutefois, ne tient pas compte du fait que les mouvements de fond du taux de change nominal représentent, pour la plupart, des variations du taux de change réel sous-jacent qui se seraient produites sous n'importe quel régime de change⁶. Les deux études présentées au cours de la quatrième séance portent sur l'incidence de l'évolution du taux de change sur l'investissement et la productivité au Canada.

Robert Lafrance et **David Tessier** examinent l'effet de la variabilité du taux de change sur l'investissement au Canada. Ils établissent la distinction entre les répercussions éventuelles des distorsions potentielles du

taux de change et celles de la volatilité du taux de change. Après avoir étudié les deux types d'effets à l'aide de tests de causalité à la Granger, les auteurs constatent que ni les distorsions ni la volatilité du taux de change bilatéral réel n'agissent sur l'investissement intérieur total, l'investissement en machines et matériel ou l'investissement direct de l'étranger. Il est vrai qu'ils relèvent une incidence du niveau du taux de change réel sur celui de l'investissement, mais cet effet disparaît après l'introduction des bénéfices comme troisième variable dans les tests.

Richard Harris soutient que le recul récent du taux de change nominal au Canada a nuí à la productivité du pays. Il souligne que, selon le courant de pensée dominant, la baisse du taux de change devrait faire augmenter la demande, l'utilisation des facteurs, la productivité mesurée et l'investissement; or, c'est l'inverse qui s'est produit au Canada. Se fondant en partie sur les travaux de Michael Porter (1990), Harris maintient que les dépréciations réelles, en protégeant les secteurs inefficaces et en renchérissant les intrants, abaissent la productivité. À son avis, il importe d'étudier la nature des facteurs qui concourent à réduire la productivité de même que l'ampleur des effets observés. Les trois facteurs qu'il repère sont les suivants : l'évolution du coût relatif des facteurs, le déficit d'innovation et le ralentissement de la destruction créatrice. Dans les années 1990, les prix des machines et du matériel par rapport aux salaires ont augmenté de façon constante au Canada comparativement aux États-Unis. Pendant cette décennie, l'investissement par heure travaillée a donc progressé considérablement aux États-Unis en regard du Canada. Le lien entre déficit d'innovation et taux de change est plus difficile à cerner. Harris fait valoir que le recul du taux de change nominal a entraîné une hausse du prix relatif des nouvelles technologies et du coût relatif de la main-d'œuvre de ce secteur, incitant ainsi les entreprises à se détourner des activités porteuses de technologie. Enfin, il avance que la dépréciation a également permis à de petites entreprises peu rentables de survivre au Canada alors que d'autres, dans la même situation financière, ont dû fermer leurs portes aux États-Unis. À partir de données longitudinales se rapportant à 14 pays de l'OCDE et couvrant la période allant de 1970 à 1997, Harris constate que les récentes diminutions du taux de change ont accru en réalité la productivité du travail, mais que les désalignements (mesurés par les écarts à long terme par rapport à la parité des pouvoirs d'achat) l'ont fait régresser, de relativement peu dans les deux cas.

6. Lafrance et Schembri (1999-2000), qui examinent de plus près l'hypothèse ayant trait au rôle protecteur du taux de change, y relèvent de nombreuses failles.

Séance 5 : Conséquences pour les économies de marché émergentes

Dans la foulée de l'effondrement de nombreux régimes de parités fixes dans les années 1990, un important débat s'est engagé sur le choix d'un régime de change approprié dans les pays à marché émergent. D'après le consensus qui semble s'être établi, ces pays devraient opter en définitive pour un régime de changes flottants ou alors pour un régime de changes fixes établis de façon crédible. Deux questions demeurent cependant sans réponse : lequel des deux pôles choisir, et comment l'atteindre. Les études présentées lors de cette séance approfondissent ces questions.

Jeannine Bailliu, Robert Lafrance et Jean-François Perrault examinent la relation entre régime de change et taux de croissance dans les économies de marché émergentes. Ils élaborent aussi une méthode de classification des régimes de change fondée sur le degré observé de flottement des changes. À l'aide de régressions multivariées, ils testent plusieurs hypothèses sur le lien entre régime de change et croissance pour un échantillon de 25 pays en développement au moyen de données qui couvrent les années 1973 à 1998. Les auteurs concluent que les régimes de changes flottants sont associés à une croissance supérieure dans les pays ouverts aux mouvements de capitaux. Ce résultat se vérifie également dans le cas des pays dont les marchés financiers sont bien développés, mais l'effet favorable sur la croissance n'est pas aussi marqué. Quand les autres variables sont supposées constantes, les changements de régime de change s'accompagnent aussi d'une baisse de la croissance, probablement parce que, dans le cas d'un grand nombre des pays à marché émergent faisant partie de l'échantillon, les changements en question consistaient en l'effondrement du régime de changes fixes en place.

Guillermo Calvo et Carmen Reinhart se penchent sur l'écart entre les régimes de change que les pays suivent officiellement et ceux qu'ils pratiquent effectivement. Après la chute des régimes de parités fixes dans les économies de marché émergentes au cours des années 1990, un grand nombre des pays touchés, comme le Mexique et les pays de l'Extrême-Orient, ont annoncé qu'ils adoptaient un régime de changes flottants ou de flottement dirigé. Malgré les données officielles du Fonds monétaire international (FMI), qui indiquent un vaste mouvement de ralliement à des régimes de flottement pur (Fischer, 2001), les auteurs soutiennent que la typologie des régimes établie par le FMI est trompeuse puisque beaucoup de pays qui,

officiellement, laissent flotter leur monnaie n'en font rien en pratique par crainte de l'incidence des fluctuations du taux de change sur leur économie. Après avoir analysé un échantillon de plus de 150 pays, les auteurs constatent que nombre d'entre eux, pourtant sous régime de changes flottants, ont des taux de change très stables et affichent d'importants mouvements de leurs réserves et de leurs taux d'intérêt en raison de leurs mesures de stabilisation du taux de change. Calvo et Reinhart font valoir que la volonté de ces pays d'avoir un taux de change stable tient principalement au fait qu'une grande proportion de leur dette officielle et privée est libellée en devises. Ainsi une baisse du taux de change réel pourrait produire un effet restrictif plutôt qu'expansionniste dans ces pays parce qu'elle risque de causer de graves problèmes financiers aux créanciers nationaux, surtout les entreprises et les administrations publiques.

Séance de clôture

Michael Bordo

Michael Bordo passe en revue l'évolution du régime monétaire canadien de 1820 à 2000. Au cours de cette période, le Canada a connu une alternance des régimes de changes fixes et flottants. Bordo centre ses commentaires sur les facteurs qui ont guidé le choix de ces régimes. Pendant la majeure partie des premières années, le Canada s'est conformé à la règle monétaire en vigueur à l'échelle internationale, que Bordo appelle la « règle conditionnelle de convertibilité-or ». Cette règle prévoyait le maintien du prix de la monnaie nationale à un niveau fixe par rapport à l'or et comportait une clause dérogatoire permettant de suspendre la convertibilité lorsque les circonstances le justifiaient, comme lors des deux guerres mondiales. Bordo considère que les années 1950 à 1962, durant lesquelles le Canada a laissé flotter le dollar, ont été une période de dérogation à la règle dominante plutôt que le début d'une nouvelle ère, et il estime que le rétablissement, en 1962, du régime de changes fixes, qui devait finalement être aboli en 1970, a marqué un retour au statu quo. Une nouvelle époque s'est ouverte au début des années 1970, avec l'abandon du système de Bretton Woods et l'adoption, dans la plupart des pays industrialisés de l'Occident, d'un régime fondé sur l'établissement d'un cours forcé, avec taux flottants, plutôt que sur la convertibilité en une marchandise. L'adoption de cibles d'inflation explicites par le Canada en 1991 et par plusieurs autres pays industrialisés à la même époque peut être assimilée à une nouvelle règle de conduite de la politique monétaire. Bordo nomme cette règle le

« principe de la convertibilité intérieure », notion qui se rapproche du principe de convertibilité en vigueur sous le régime de l'étalon-or du fait que, dans un climat de faible inflation, la monnaie nationale peut être convertie en un panier de biens et services produits au pays à un taux quasi fixe.

Richard Lipsey

Richard Lipsey articule son exposé autour de cinq questions soulevées par les études présentées. Premièrement, il souligne que, pour être prises au sérieux, les critiques formulées à l'endroit de l'actuel régime de changes flottants du Canada ne doivent pas se borner à dresser une liste de lacunes, mais plutôt définir les modalités concrètes d'un meilleur système. Deuxièmement, pour être constructives, les critiques doivent s'attacher à comparer les coûts du régime actuel avec ceux d'un système de rechange. Troisièmement, l'équation de taux de change de la Banque se caractérise peut-être par un bon ajustement statistique, mais elle est mal comprise. Le signe négatif dont est affectée la variable du prix de l'énergie, ainsi que l'absence de variables propres aux États-Unis dans l'équation de détermination du taux de change bilatéral, n'est pas conforme à la logique et requiert une explication. Quatrièmement, alors que la plupart des résultats présentés au colloque portent à croire qu'un taux de change flottant constitue la meilleure option pour le Canada, les travaux d'Andrew Rose semblent aller à l'encontre de cette conclusion. Lipsey estime néanmoins que ni les résultats de Rose, ni ceux de Calvo et Reinhart ne peuvent s'appliquer au Canada, essentiellement parce que l'échantillon de pays et les périodes considérées ne sont pas représentatifs de la situation actuelle de l'économie canadienne. Enfin, l'étude de Bailliu, Lafrance et Perrault a fait avancer notre compréhension des répercussions des régimes de change sur la croissance économique, envisagées sous l'angle de la productivité et des progrès technologiques, mais le débat n'est pas clos pour autant. Lipsey termine en soulignant que, si le document de Richard Harris soulève plus de questions qu'il n'apporte de réponses, il n'est pas à rejeter en bloc. En effet, dans un monde marqué par l'incertitude, les variables nominales telles que le régime de change pourraient influencer sur le sentier suivi par l'économie et avoir ainsi une incidence sur les résultats réels.

John Helliwell

John Helliwell livre ses commentaires sur les différentes études. Il souligne que, à en juger par une grande partie des résultats présentés, les avantages découlant d'un régime de changes flottants l'emportent

systématiquement sur ceux que procure un régime de changes fixes. Dans le cas du Canada, l'amélioration du bien-être résultant de l'adoption de changes flottants est étonnamment marquée. Le signe négatif, contraire à la théorie, dont la variable du prix de l'énergie est affectée dans l'équation de taux de change de la Banque du Canada tient probablement au fait que le dollar américain constitue la monnaie privilégiée par les grands exportateurs de pétrole pour leurs placements. Les interventions sur le marché canadien des changes prennent souvent la forme de modifications de la politique monétaire. Comme les décisions des autorités en matière de taux d'intérêt sont intégrées dans l'équation de la Banque, il est trompeur de prétendre qu'aucune intervention n'est requise, sous prétexte que les facteurs fondamentaux définis dans l'équation ramèneront le marché à l'équilibre. Pour ce qui est des résultats d'Andrew Rose concernant l'effet d'une union monétaire sur le commerce, Helliwell estime qu'on pourrait aussi en conclure que les pays ayant formé des unions monétaires sont justement ceux qui avaient le plus à y gagner, et non pas que d'autres blocs obtiendraient nécessairement les mêmes résultats. Autrement dit, c'est l'important volume des échanges commerciaux qui mène à l'union monétaire, et non l'inverse. Par ailleurs, les effets que les unions monétaires auraient sur le commerce puis sur la croissance, selon les recherches de Frankel et Rose, sont trop prononcés pour être plausibles. La relation que Richard Harris établit entre les écarts par rapport à la parité des pouvoirs d'achat, d'une part, et la baisse de la productivité, d'autre part, est trompeuse car les variations des termes de l'échange réduisent instantanément la valeur de la production, et par conséquent la productivité, ce qui amène les taux de change flottants à s'écarter de la parité des pouvoirs d'achat. Enfin, même si les marchés nationaux des biens, des services, du travail et des capitaux sont plus segmentés que ce que les économistes croient généralement — les frontières exercent des effets d'une ampleur surprenante —, ce facteur ne semble pas amoindrir sensiblement le bien-être dans les petites économies. Le niveau du PIB par habitant varie peu d'un pays industrialisé à l'autre. D'ailleurs, cette segmentation des marchés nationaux, bien qu'elle soit encore mal comprise, plaide en faveur de taux de change flottants.

Allocution du conférencier d'honneur, Milton Friedman

Milton Friedman commence par rappeler que son dernier réel contact avec la Banque du Canada

remonte à 1948, année où il a participé à un débat radiophonique en compagnie du sous-gouverneur Donald Gordon. C'était sans doute, dit-il, la première fois que Gordon se voyait présenter un plaidoyer sérieux en faveur des taux de change flottants. Selon Friedman, la première expérience des changes flottants que le Canada a vécue de 1950 à 1960 a été positive; le dollar canadien fluctuait mais n'était pas en butte à des crises, et la spéculation semblait se stabiliser. Le retour du Canada à un taux fixe, en 1962, a été riche de leçons. Environ deux ans auparavant, une série d'erreurs d'ordre stratégique s'était amorcée avec l'adoption d'une politique monétaire inappropriée, sous le règne du gouverneur James Coyne, conjuguée à un taux de change flottant déterminé par le marché. Après la démission de Coyne, le gouvernement canadien a décidé de forcer une dépréciation en vue d'améliorer la compétitivité des exportateurs

canadiens plutôt que de corriger la politique monétaire. Ce faisant, il a déclenché une attaque spéculative contre le dollar canadien, qu'il a dû finalement stopper par l'adoption d'un taux de change fixe et des interventions massives à contre-courant du marché. En 1970, le Canada a décidé de laisser à nouveau flotter le dollar afin d'endiguer les pressions inflationnistes provenant des États-Unis. Depuis 30 ans, il pratique une politique monétaire plus souple que celle de son voisin, ce qui explique pour moitié environ la dépréciation du cours nominal du dollar canadien. Néanmoins, grâce à son taux de change flottant, le Canada n'a pas connu durant cette période de crise de l'ampleur de celles qui ont frappé différentes économies au cours des années 1990. Friedman souligne, en terminant, que les pays qui optent pour un régime de changes fixes ne seront jamais à l'abri de ce genre de crises.

Ouvrages et articles cités

- Amano, R., et S. van Norden (1993). « Une équation de prévision du taux de change Canada-États-Unis ». In : *Taux de change et économie*, actes d'un colloque tenu à la Banque du Canada, juin 1992, Ottawa, Banque du Canada, p. 221-284.
- Clarida, R., et J. Galí (1994). « Sources of Real Exchange Rate Fluctuations: How Important Are Nominal Shocks? », document de travail n° 4658, National Bureau of Economic Research.
- Dupasquier, C., R. Lalonde et P. St-Amant (1997). « Les zones monétaires optimales : une application au Canada et aux États-Unis ». In : *Les taux de change et la politique monétaire*, actes d'un colloque tenu à la Banque du Canada, octobre 1996, Ottawa, Banque du Canada, p. 145-186.
- Fischer, S. 2001. « Exchange Rate Regimes: Is the Bi-Polar View Correct? », *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 15, n° 2, p. 3-24.
- Frankel, J., et A. Rose (2000). « Estimating the Effects of Currency Union on Trade and Growth », document de travail n° 7857, National Bureau of Economic Research.
- Friedman, M. (1953). « The Case for Flexible Exchange Rates ». In : *Essays in Positive Economics*, Chicago, Chicago University Press, p. 157-203. Publié en français sous le titre « Défense des taux de change flexibles ». In : *Essais d'économie positive*, Paris, Éditions Litec, 1995, p. 119-157.
- Friedman, M., et R. Friedman (1999). *Two Lucky People*, Chicago, University of Chicago Press.
- Friedman, M., D. Gordon et W. A. Mackintosh (1948). « Canada and the Problems of World Trade », transcription d'un débat radiophonique, *University of Chicago Roundtable*, Chicago, University of Chicago Press.
- Lafrance, R., et L. Schembri (1999-2000). « Le taux de change, la productivité et le niveau de vie », *Revue de la Banque du Canada* (hiver), p. 17-29.
- McCallum, J. (1999). « Sept considérations sur le choix d'un régime de change pour le Canada », *Conjonctures*, Banque Royale du Canada.
- Moran, K. (2000-2001). « Les modèles dynamiques d'équilibre général et leur intérêt pour la Banque du Canada », *Revue de la Banque du Canada* (hiver), p. 3-13.
- Porter, M. (1990). *The Competitive Advantage of Nations*, New York, Free Press. Publié en français sous le titre *L'avantage concurrentiel des nations*, Saint-Laurent, Éditions du Renouveau pédagogique, 1993.