

Article

« La politique monétaire canadienne : entre l'arbre, l'écorce et la forêt »

Daniel Racette et Jacques Raynauld

L'Actualité économique, vol. 67, n° 3, 1991, p. 381-399.

Pour citer cet article, utiliser l'information suivante :

URI: <http://id.erudit.org/iderudit/602043ar>

DOI: 10.7202/602043ar

Note : les règles d'écriture des références bibliographiques peuvent varier selon les différents domaines du savoir.

Ce document est protégé par la loi sur le droit d'auteur. L'utilisation des services d'Érudit (y compris la reproduction) est assujettie à sa politique d'utilisation que vous pouvez consulter à l'URI <https://apropos.erudit.org/fr/usagers/politique-dutilisation/>

Érudit est un consortium interuniversitaire sans but lucratif composé de l'Université de Montréal, l'Université Laval et l'Université du Québec à Montréal. Il a pour mission la promotion et la valorisation de la recherche. Érudit offre des services d'édition numérique de documents scientifiques depuis 1998.

Pour communiquer avec les responsables d'Érudit : info@erudit.org

*La politique monétaire canadienne : entre l'arbre, l'écorce et la forêt**

Daniel RACETTE

Institut d'économie appliquée et

Centre d'études en administration internationale

École des Hautes Études Commerciales

Jacques RAYNAULD

Institut d'économie appliquée

École des Hautes Études Commerciales

RÉSUMÉ — Depuis quelques années, la Banque du Canada a adopté un objectif ferme de stabilité des prix. Dans ce texte, nous caractérisons les gestes de politique véritablement posés par la Banque en regard de son objectif. Contrairement aux analyses habituelles qui se concentrent sur l'évolution des conditions sur les marchés financiers et de change, nous insistons sur des indicateurs systématiquement liés aux actions de la politique monétaire. Nos résultats indiquent une forme d'antinomie entre l'objectif de long terme et les actions posées dans une perspective de court terme. Par exemple, alors que plusieurs observateurs ont qualifié la politique de très restrictive en 1989, nous décelons plutôt une prédominance de gestes expansionnistes ou, au mieux, neutres. Ces contradictions entre les gestes posés dans un cadre discrétionnaire, les déclarations de la Banque et son objectif de long terme peuvent, à la longue, entacher la crédibilité de la Banque et ainsi être responsables des retards dans l'atteinte de l'objectif de stabilité des prix.

ABSTRACT — Starting in 1988, the Bank of Canada has adopted price stability as its sole long-run objective. In this paper, we critically assess the policy actions effectively undertaken in light of this objective. Instead of using the so-called monetary conditions (interest rates and the exchange rate), we base our analysis on the movements of indicators closely related to true policy actions. Our results show a clear dichotomy between the long-run objective and the short-run policy actions. For example, while some policy analysts have identified a restrictive monetary stance in 1989, we detect rather expansionist or at best neutral policy actions. We argue that the Bank of Canada's delay in meeting its long-run objective can

* Nous tenons à souligner la collaboration précieuse de Thérèse Lafèche tout au long de ce projet. Nous remercions Simon Lauzon pour son expertise technique. Nous avons bénéficié des commentaires judicieux de Maurice Marchon, Serge Coulombe, Francesco Caramazza et Sophie Monnier. Tout en leur exprimant notre reconnaissance, nous ne voulons d'aucune façon les tenir responsables des idées émises dans le texte. Les auteurs ont bénéficié du financement du Fonds F.C.A.R., du C.É.T.A.I de l'École des H.É.C. et du Fonds Marcel-Faribeault de l'Université de Montréal. Ce texte a d'abord été présenté dans le cadre du 31^e congrès annuel de la Société canadienne de science économique à l'Université Laval, le 17 mai 1991.

be attributed to the discretionary framework under which its policy is conducted. This may undermine in the long run the Bank's credibility in its fight against inflation.

INTRODUCTION

La forêt

Après avoir été pressée de toutes parts de définir plus précisément sa politique et, en particulier, son objectif, la Banque du Canada a annoncé, en février dernier, le sentier qu'elle entendait suivre pour atteindre la stabilité des prix. Ainsi, à moyen terme, on projette de réduire graduellement le taux de croissance de l'indice des prix à la consommation (hors alimentation et énergie) de manière à atteindre un taux de 2 % d'ici la fin de 1995. Dans les années suivantes, on poursuivra une politique qui visera, à plus long terme, la stabilité complète des prix.

Sur cette voie, la Banque du Canada ne fait pas cavalier seul puisque les banques centrales de tous les pays du Groupe des Sept ont orienté leur politique monétaire en fonction de la stabilité des prix au cours des récentes années¹. Ce mouvement d'ensemble se justifie d'ailleurs facilement en termes des développements de la pensée macro-économique au cours des dernières décennies.

Les discussions autour du concept de la courbe de Phillips nous ont en effet appris qu'il fallait garder une bonne dose d'humilité quant au rôle de stabilisation de la politique monétaire. Dans la mesure où il est difficile de comprendre et de prévoir les effets à court terme de la politique, il vaut mieux l'ancrer sur son seul véritable objectif légitime². Quelle que soit l'école de pensée à laquelle ils appartiennent, les économistes s'entendent généralement pour dire qu'à long terme, une inflation nulle est souhaitable. La discussion subsiste cependant sur la vitesse à laquelle il faut tendre vers cet objectif puisque les coûts de transition peuvent devenir très importants dans le cas (i) d'une courbe de Phillips de court terme à pente très faible, (ii) d'anticipations longues à ajuster ou (iii) d'hystérésis sur le marché du travail. Nous ne prendrons pas position dans le débat sur les coûts et bénéfices de la réduction de l'inflation puisque tel n'est pas notre propos³. Tous s'accordent cependant sur le fait que la politique de réduction de l'inflation sera d'autant moins coûteuse que la détermination des autorités monétaires sera **crédible** aux yeux des agents économiques.

1. Voir à ce sujet Batten *et al.* (1990).

2. Mankiw (1990) fait bien ressortir que les développements théoriques des vingt dernières années en macro-économie ont eu peu d'incidence sur la conduite des politiques étant donné leur caractère (du moins jusqu'à nouvel ordre) relativement désincarné. Voir aussi à ce sujet le numéro spécial du *Journal of Money, Credit and Banking* de novembre 1988 sur les «Recent Developments in Macroeconomics».

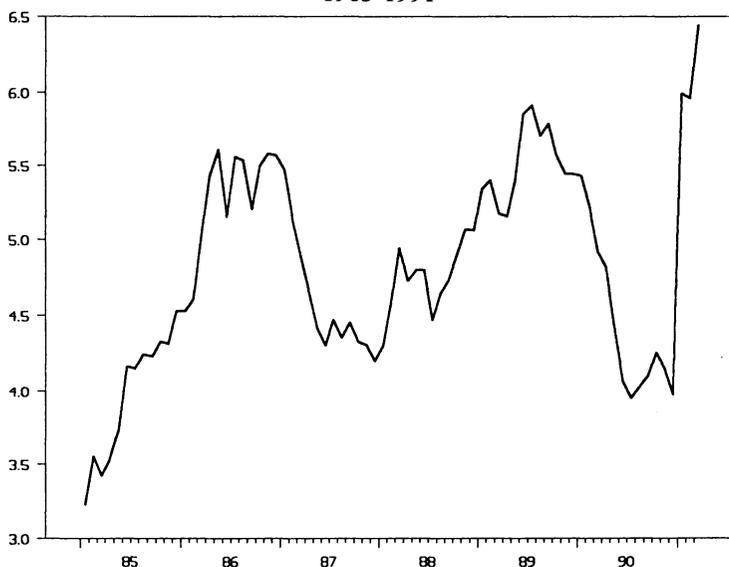
3. Pour une discussion approfondie de cette question voir les deux ouvrages publiés par le C.D. Howe Institute: Lipsey (1990) et York (1990).

En ce sens, l'orientation annoncée par la Banque du Canada en février dernier ne changeait pas fondamentalement le cours de la politique monétaire canadienne⁴. Le gouverneur Crow (1988) avait déjà annoncé, sans en définir les détails, son objectif de stabilité des prix dès janvier 1988, soit il y a déjà plus de trois ans⁵. Or, comme le montre le graphique 1, l'inflation canadienne s'est depuis lors maintenue au-delà de 4 % (et a même dépassé ce niveau pendant plusieurs mois) même lorsque l'on corrige, en 1991, pour les effets de la TPS⁶. Ce long délai pose un problème sérieux quant à l'instauration de la crédibilité de la politique monétaire. Il nous semble donc important de nous pencher sur les raisons qui peuvent justifier le retard dans le ralentissement de l'inflation. Par exemple, les gestes de la politique ont-ils été en accord avec la rhétorique de la Banque du Canada quant à son objectif de stabilité des prix? Pour répondre à cette question, nous caractériserons la méthode ou les procédures employées pour voir si elles ont pu être à l'origine des difficultés de la Banque à remplir son objectif.

GRAPHIQUE 1

TAUX D'INFLATION, CANADA

Taux de croissance de l'indice des prix à la consommation
(hors alimentation et énergie)
1985-1991



4. À cet égard, le gouverneur Crow (1991, p. 7) affirmait d'ailleurs au cours de la conférence de presse le lendemain de l'annonce des cibles d'inflation: «[...]l'établissement de cibles n'implique aucun changement dans l'orientation fondamentale de la politique monétaire. Les cibles viennent plutôt appuyer la politique monétaire, celle-ci étant orientée vers la baisse de l'inflation.»

5. De plus, G. Bouey, son prédécesseur à la tête de la Banque du Canada, répétait souvent que la politique monétaire devait réduire l'inflation au moment même où la croissance des prix avoisinait les 4 %.

6. Voir la *Revue de la Banque du Canada* de septembre 1991 pour des chiffres qui permettent de corriger les données d'inflation de l'incidence des impôts indirects.

Les arbres

Nous présenterons brièvement les instruments principaux et les procédures de fonctionnement de la politique monétaire canadienne pour montrer la complexité de son environnement. En particulier, nous verrons toute la distance qui existe entre le cadre de court terme dans lequel est conduite la politique et l'objectif de long terme qu'on lui assigne. Nous essaierons aussi de présenter les meilleurs indicateurs des gestes de la politique monétaire canadienne. À l'aide de ces indicateurs, nous analyserons quelques épisodes des cinq dernières années pour essayer de caractériser la cohérence des gestes dans l'environnement macro-économique.

Il est important de noter que notre analyse n'utilisera pas d'emblée les indicateurs habituels de la politique. L'observation des taux d'intérêt ou de la croissance des agrégats monétaires peut donner lieu à de sérieux problèmes d'interprétation quand ces variables donnent des indications contradictoires quant au sens de la politique. L'année 89 est, en ce sens, particulièrement intéressante alors que les observateurs évaluaient que la politique était fortement restrictive puisque les taux d'intérêt canadiens se maintenaient à des niveaux très élevés. Cependant, les agrégats définis au sens large évoluaient à des taux supérieurs à 14 % révélant plutôt une politique monétaire très laxiste. Dans notre cas, nous identifierons le sens et la vigueur de la politique monétaire aux gestes véritablement posés par la Banque. Il nous semble en effet plus pertinent d'identifier la politique aux actions de la banque centrale qu'aux «conditions monétaires» qui sont le fruit de l'interaction de tous les agents économiques sur les marchés. Ce n'est qu'à la suite de notre analyse que nous déduirons quelles sont les variables qui peuvent le mieux être identifiées comme indicateurs du sens de la politique monétaire canadienne, telle que nous l'avons définie. Nous concluons en tentant d'apporter quelques suggestions sur certaines modifications à la procédure de la politique qui pourraient aider à assurer un cheminement plus certain vers la stabilité des prix.

Entre l'arbre et l'écorce

Notre regard sur la politique monétaire canadienne des dernières années bénéficie bien sûr du recul dont profitent tous les «gérants d'estrade» du monde sportif. Nous voulons donc souligner dès le départ que le jugement que nous poserons sur la politique monétaire se veut constructif plutôt que foncièrement critique. Nous sommes bien conscients de la complexité du cadre de conduite de la politique et nous ne prétendons pas disposer de solutions de rechange infaillibles. Après avoir fait un constat des relations importantes entre les leviers de la politique et leurs effets, notre analyse identifie plutôt quelques voies modestes d'améliorations possibles de la politique monétaire canadienne.

Les conclusions les plus importantes auxquelles notre analyse nous mène sont à l'effet que la politique poursuivie par la Banque du Canada en fonction de marchés financiers et de change ordonnés (selon l'expression anglaise consacrée *orderly markets*) accorde trop d'importance aux taux d'intérêt et au taux de change dans le processus de la politique monétaire et laisse dans l'ombre l'information que

renferment les agrégats monétaires larges. De plus, les procédures utilisées par la Banque du Canada ont tendance à mettre une trop grande distance entre l'horizon de très court terme de conduite de la politique et l'horizon de long terme de son objectif. L'utilisation de règles (possiblement plus administratives que législatives) de divers types serait probablement plus apte à assurer un meilleur lien entre les deux horizons temporels de la politique.

1. PROCÉDURES ET INSTRUMENTS

Procédures

La conduite de la politique monétaire n'est pas chose facile. En plus de la considération des choix d'instruments, de cibles et des particularités de l'objectif final, la banque centrale doit mettre sa politique en œuvre avec en tête plusieurs perspectives temporelles. C'est une combinaison de ces complexités qui peut expliquer les difficultés actuelles de la politique monétaire canadienne⁷.

Tout d'abord, au plan des horizons temporels, la Banque identifie un objectif final de stabilité des prix à long terme (1995 et après). Cependant, comme la politique doit être conduite dans une perspective beaucoup plus courte, elle se donne des objectifs annuels de réduction d'inflation. Mais, pour éviter de faire fausse route, la Banque regarde aussi une liste de contrôle d'indicateurs qui permet de réajuster le tir à l'intérieur d'une année. Par ailleurs, la politique est menée dans le très court terme: d'abord, une réunion a lieu tous les lundis matin au cours de laquelle est définie la politique hebdomadaire que le pupitre de négociation devra mettre en œuvre. Ensuite, dans un horizon encore plus court, la Banque décide, entre 17 h et 18 h tous les jours, des réserves injectées dans le système le lendemain étant donné l'ensemble des observations recueillies durant la journée.

Il est bien évident que, dans un processus aussi complexe, l'objectif de long terme de la politique risque souvent d'être perdu de vue si les différents niveaux de décision ne sont pas tous asservis de manière étroite à cet objectif. Selon l'approche de la liste de contrôle, l'ensemble des observations à considérer est extrêmement vaste. L'annexe présente de manière impressionniste (et sans se vouloir exhaustif) les listes de contrôle qui préoccupent la Banque selon les divers horizons temporels. On y voit que la gamme des variables mesurant les instruments, cibles, indicateurs, objectifs est étendue⁸. De plus, les pondérations accordées à l'infor-

7. À ces considérations, on peut ajouter le fait que la conduite de la politique monétaire est passée par divers courants de pensée au cours des deux dernières décennies. Dans un environnement caractérisé par l'abandon du régime de change fixe, les banques centrales de plusieurs pays ont abandonné, vers le milieu des années 70, le cadre keynésien de la politique pour adopter des procédures plus facilement apparentées au monétarisme. Pendant les années 80 cependant, à la faveur de la déréglementation et des innovations financières, on a abandonné les cibles monétaires au profit de l'approche de la liste de contrôle (*Check-List Approach*) tout en conservant l'objectif monétariste de la stabilité des prix.

8. De plus, il faudrait ajouter à cette liste les indicateurs de performances économiques des pays étrangers que la Banque suit, grandes variables macro-économiques outre-mer et une foison d'indicateurs

mation sur chacune des variables ont pu varier selon l'horizon temporel mais aussi dans le temps⁹. C'est pourquoi il est si difficile de mener mais aussi de caractériser la politique monétaire. C'est en ce sens que nous croyons essentiel de ne pas nous en tenir à l'observation des indicateurs usuels de la politique monétaire pour vraiment en saisir la direction. Les taux d'intérêt ou les taux de croissance des agrégats monétaires, par exemple, en plus de pouvoir être mesurés de multiples façons, sont des variables déterminées par un vaste ensemble d'interactions entre les variables macro-économiques. Il convient donc plutôt d'essayer d'identifier un vecteur d'instruments de la politique monétaire pour vraiment pouvoir mesurer la direction prise par les autorités monétaires.

Les instruments

La Banque du Canada dispose d'une gamme d'instruments variés par lesquels elle peut influencer les marchés. On regroupe ces instruments sous les chapitres des opérations d'*open market* d'une part et du mécanisme des tirages et des dépôts d'autre part. L'opération d'*open market* la plus connue est celle qui consiste en l'achat et la vente de titres sur les marchés secondaires. Des données mensuelles sont publiées sur ces opérations à chaque année dans le *Rapport annuel* du gouverneur¹⁰. Ces opérations sont considérées comme ayant des effets très marqués et immédiats sur les taux d'intérêt et ne sont donc utilisées par la Banque que lorsque les autorités veulent infléchir fortement et rapidement leur comportement¹¹.

Depuis 1985, la Banque agit aussi sur les marchés à l'aide des prises en pension spéciales. Il s'agit alors pour la Banque d'offrir aux banques à charte ou aux courtiers accrédités de prendre des titres en pension (à des taux avantageux) de manière à financer les inventaires de titres détenus par ces agents. La politique a alors pour effet d'injecter des liquidités dans le système financier. À l'inverse, la Banque dispose des cessions de pension (depuis 1986) lorsqu'elle veut retirer des liquidités des marchés. Bien que nous disposions de données sur le total des prises en pension depuis que ces opérations existent (1953), les données permettant de distinguer les prises en pension spéciales des ordinaires n'existent que depuis 1989. Pour les cessions de pension, ce n'est qu'à partir de 1988 qu'elles ont été publiées explicitement.

aux États-Unis. Pour les détails, voir le procès-verbal d'une réunion du Conseil d'administration de la Banque.

9. Il est reconnu que la Banque du Canada a souvent tendance à réagir systématiquement aux mouvements de certaines variables particulières qui ne sont pas nécessairement en rapport direct à sa lutte à l'inflation. Ainsi, plusieurs études (par exemple, Bordo et Choudhri, 1982; Racette et Raynauld, 1991) ont décelé l'importance du taux de change dans la fonction de réaction de la Banque du Canada même en régime de change flexible. De plus, la Banque elle-même avoue que son action sur les marchés financiers et de change vise des marchés ordonnés (*orderly markets*) ce qui tend à conférer à ces variables un rôle important (à tout le moins dans le court terme) dans la conduite de la politique monétaire.

10. Bien que le *Bulletin hebdomadaire des statistiques financières* publiée à chaque semaine le bilan de la Banque du Canada, on n'y retrouve que le portefeuille global des différents titres détenus par la Banque sans pouvoir distinguer les variations du portefeuille qui sont dues aux opérations d'*open market* proprement dites (par opposition aux opérations d'achat de titres nouveaux, par exemple).

11. Martin (1989) fait bien ressortir le caractère relativement exceptionnel de ces opérations.

Il faut bien distinguer les prises en pension spéciales que nous venons de décrire (qui s'inscrivent dans le cadre d'une politique monétaire expansionniste) des prises en pension ordinaires qui sont à la discrétion des courtiers. Dans des conditions de marchés financiers serrés, les courtiers ont le loisir de demander à la Banque de prendre certains de leurs titres en pension (au taux d'escompte). Cette dernière opération, qui est assortie de limites définies par des marges de crédit pour les courtiers, ne constitue pas en soi un geste de la politique monétaire puisqu'elle ne se produit pas à l'initiative de la banque centrale. En ce sens, les prises en pension ordinaires devraient s'observer soit dans un environnement où la politique monétaire est restrictive soit dans un marché très actif où les taux à très court terme (taux sur les avances à un jour ou *overnight*) sont élevés par rapport aux taux d'escompte.

Le mécanisme de tirage et dépôts est la procédure qui permet à la Banque de faire sentir sa présence sur les marchés de manière quotidienne. Il s'agit là en quelque sorte d'une particularité du système canadien qui est caractérisé par un secteur bancaire oligopolisé. La Banque du Canada peut ainsi introduire ou retirer des liquidités dans le système bancaire en déplaçant les dépôts du gouvernement fédéral entre ses comptes à la Banque et ceux qu'il détient dans les institutions faisant partie de l'Association canadienne des paiements¹². Comme depuis 1988 la Banque du Canada a décidé de rationaliser les dépôts du gouvernement fédéral pour maximiser le revenu d'intérêt qu'il en tire, il est impossible d'identifier les mouvements de cette variable à des gestes de politique¹³. Cependant, comme les opérations de tirages et dépôts visent essentiellement à influencer au cours de la semaine le taux des avances à un jour sur le marché de manière à modifier la structure des taux d'intérêt, leur impact devrait généralement pouvoir être représenté par l'écart entre le taux des avances à un jour et le taux sur des titres à court terme comme les bons du Trésor.

Dans la prochaine section, nous tenterons donc d'identifier la direction et la vigueur de la politique monétaire canadienne au cours des cinq dernières années à l'aide des indicateurs des gestes de la politique que nous venons de décrire (opérations d'*open market*, prises en pension ordinaires et spéciales et écart entre le taux des avances à un jour et le taux sur les bons du Trésor). Il est évident que les indicateurs pourront aller dans des directions différentes pour une même période donnée. Mais comme ils sont au nombre de quatre, on pourra tout de même en tirer certaines indications en observant la direction générale. Nous analyserons le comportement de ces indicateurs de politique en rapport avec l'environnement macro-économique de chaque épisode et, en particulier, en regard de l'évolution des indicateurs usuels de la politique monétaire. En particulier, nous présenterons

12. Clinton (1991) décrit bien toutes ces opérations.

13. Sauf exception, les dépôts du gouvernement fédéral à la Banque du Canada se sont maintenus aux alentours de 10 à 15 millions de dollars depuis la mi-1988. De plus, la Banque peut, à son gré, créer des dépôts du gouvernement à l'aide de *swaps* de réserves étrangères avec le Fonds des changes. Les chiffres à cet effet apparaissent au poste «Autres placements» du bilan de la Banque. Mais là encore le rôle indicateur de cette variable est faible parce que la Banque défait progressivement ces opérations au cours d'achats de titres nouveaux dans les semaines qui suivent. Pour une description de ces opérations, voir Faure, 1977 et Martin, 1989.

l'évolution de ce que le gouverneur Crow appelle les «conditions monétaires» (taux d'intérêt et taux de change), l'écart des taux entre le Canada et les États-Unis et, finalement, le taux de croissance de la monnaie définie au sens large (M2).

2. QUELQUES ÉPISODES DES ANNÉES RÉCENTES

Nous n'avons pas l'intention de passer en revue le détail des événements reliés à la politique monétaire au cours des cinq dernières années. Le but de cette section est plutôt d'analyser la politique au cours d'épisodes particulièrement significatifs pour examiner la cohérence entre les gestes de la politique et ses intentions dans le cadre des procédures présentement utilisées. Nous avons retenu trois épisodes intéressants à divers égards : la crise du dollar au début de 1986, le problème d'identification de la politique en 1989 et, finalement, la politique utilisée à l'orée de la récession de 1990. Dans chaque cas, nous appuierons notre analyse à l'aide de graphiques qui illustrent les indicateurs des gestes de la politique et certaines autres variables souvent associées de près à la direction de la politique. Un graphique représentatif s'explique de la manière suivante : pour chaque épisode, nous présentons, dans la partie supérieure, l'évolution hebdomadaire des taux de rendement sur les bons du Trésor à 90 jours au Canada et aux États-Unis, du taux de change bilatéral avec le dollar américain et du taux de croissance de l'agrégat monétaire M2 (croissance par rapport à la même semaine de l'année précédente). Dans la partie inférieure du graphique nous présentons, pour chaque mois de l'épisode, les gestes de la politique tels qu'ils sont décrits dans la section précédente. Malgré les apparences, il ne s'agit pas d'histogrammes puisque chaque barre représente l'intensité d'utilisation d'une procédure de la politique monétaire : la première barre représente les opérations d'*open market*, la seconde, les prises en pension ordinaires¹⁴, la troisième, les prises en pension spéciales (s'il y a lieu) et la quatrième l'écart entre le taux sur les avances à un jour et celui des bons du Trésor. Pour représenter l'intensité relative de chacun des gestes nous avons dû recourir à une règle de normalisation qui, par définition, recèle une part d'arbitraire. Dans notre cas, nous avons normalisé à 1 (en valeur absolue) la valeur la plus élevée de l'indicateur de la politique au cours de la période de 1986 à 1990. Par ailleurs, nous avons fait en sorte que la valeur de l'indicateur soit dans le quadrant négatif quand la variable indiquait des conditions monétaires restrictives. Ainsi, une barre de valeur -0,75 dans la première colonne d'un mois donné indiquerait une vente de titres sur le marché secondaire d'une valeur de 75 % de la plus grande vente effectuée par la Banque sur le marché de 1986 à 1990.

14. En 1986, la deuxième barre du graphique représente le total des prises en pension ordinaires et spéciales et non les prises en pension ordinaires seulement. À ce moment-là, la Banque du Canada ne fournissait pas de données sur le montant des prises en pension spéciales effectuées. Cependant, elles ont été plutôt faibles comparativement aux prises en pension ordinaires pour la période qui nous intéresse comme on peut le constater dans l'article de Clinton et Fetting (1989).

La crise du dollar de 1986

L'année 1986 commence par l'effondrement des cours pétroliers. De plus, le gouvernement fédéral voit sa dette s'accumuler à un rythme de plus en plus accéléré à cause d'une suite de déficits budgétaires croissants. Finalement, la politique monétaire s'est relâchée en 1985 à cause d'une reprise qui tardait à s'affirmer tout aussi vigoureusement qu'aux États-Unis¹⁵. C'est dans la foulée de tous ces événements que se déclenche une crise spéculative contre le dollar canadien qui atteindra son plus bas niveau de tous les temps le 4 février 1986 (0,69 \$ US). La Banque du Canada décide alors de réagir vigoureusement pour empêcher la crise de prendre de l'ampleur. Le graphique 2 montre une politique monétaire relativement peu vigoureuse en novembre et décembre 1985 ainsi qu'en janvier 1986. Dans les trois mois qui suivent, la Banque réagit très énergiquement. Les opérations à marché ouvert sont très fortes, l'écart entre le taux des avances à un jour et celui des bons du Trésor se creuse et les courtiers, coincés de toutes parts, empruntent des montants records via les prises en pension ordinaires. Tout est mis en œuvre pour contrer les forces qui s'acharnent contre le dollar canadien. Dès le mois de février, les taux d'intérêt montent jusqu'à produire un différentiel de près de 500 points de base avec les taux correspondants américains. Après quelques soubresauts, le dollar se redresse¹⁶. Finalement, on remarque que la politique monétaire très restrictive se traduit par une baisse du taux de croissance de l'agrégat M2 qui passe de près de 10 % en janvier à moins de 8 % en avril¹⁷.

Tentons de tirer quelques leçons intéressantes de cet épisode. Tout d'abord, la Banque peut, dans certaines circonstances, placer une pondération énorme sur une variable telle que le taux de change (ou sa variabilité) et ce, au détriment de toutes les autres variables de sa liste de contrôle. Deuxièmement, une réaction vigoureuse de la politique peut, sur un horizon de quelques mois du moins, avoir des effets marqués sur les marchés : hausse des taux d'intérêt, rétablissement du dollar, baisse de la croissance de M2. On remarque cependant que le différentiel des taux d'intérêt entre le Canada et les États-Unis ne se maintient pas au-delà de la fin mars et que les taux canadiens retombent malgré une politique qui continue à être relativement restrictive en avril.

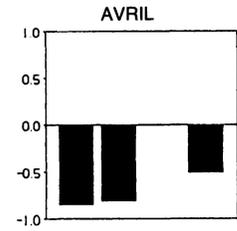
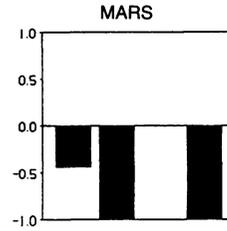
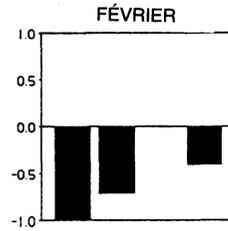
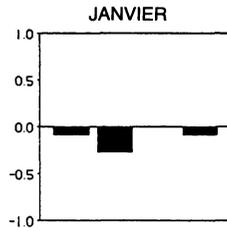
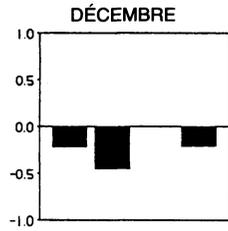
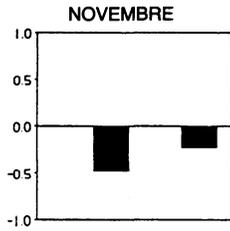
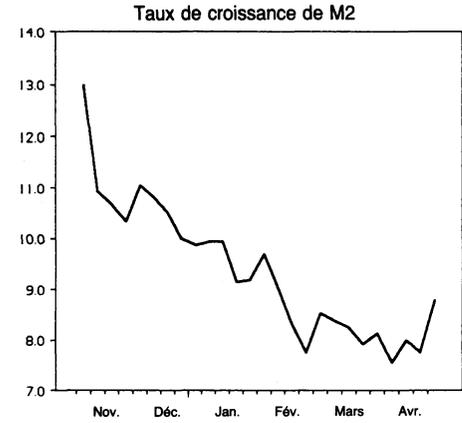
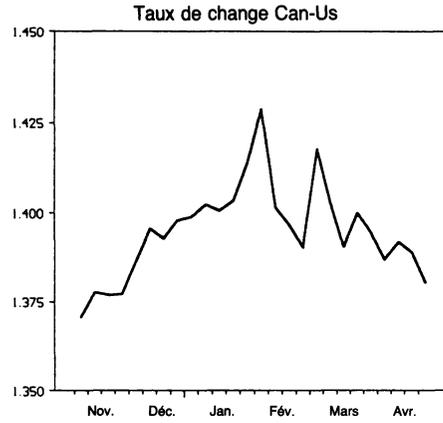
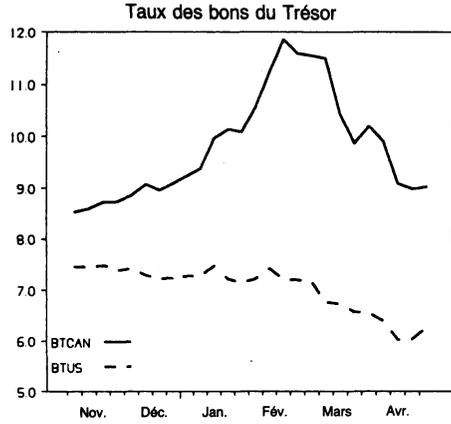
Nous ne commenterons pas en détail le reste de l'année 1986 et les années 1987 et 1988. Qu'il suffise de dire ici qu'une analyse serrée de ces années montre une politique expansionniste ou, au mieux, neutre avec quelques courts soubresauts restrictifs (en août 1986, avec la première cession de pension, en janvier 1987

15. À ce sujet, voir l'étude de Peter Howitt (1986).

16. Il gardera d'ailleurs une tendance à la hausse au cours des cinq années suivantes en grande partie à la faveur de la hausse des prix des matières premières.

17. Il faut ici faire abstraction de la chute de la croissance de M2 en novembre 1985 qui découle d'une campagne de vente d'obligations d'épargne du Canada particulièrement réussie. Dans ces cas, les épargnants voient leurs dépôts à plus longue échéance pour acquérir les titres gouvernementaux.

GRAPHIQUE 2 LA CRISE DU DOLLAR CANADIEN 1985-1986



et en juin 1988, par exemple)¹⁸. Pendant cette longue période, la politique peut se permettre d'être neutre ou expansionniste puisque le dollar ne montre pas de signes de faiblesse. En fait, il est difficile d'identifier clairement l'objectif de court terme de la politique au cours de cet épisode: veut-on stabiliser le dollar? (On a parfois l'impression que la politique devient encore plus laxiste quand le dollar monte le moins!) Sont-ce les appréhensions quant à une récession avec la faiblesse de la demande aux États-Unis surtout en 1986? Ou est-ce tout simplement qu'il peut être difficile de neutraliser sans arrêt les effets monétaires d'une accumulation prodigieuse de réserves internationales qui passent de 4 milliards de dollars américains à la fin de 1986 à plus de 16 milliards en 1988? Il n'est pas notre intention d'aborder cette question ici, mais cette période révèle des signes d'une politique qui réagit au taux de change, aux anticipations de croissance réelle, à la situation sur les marchés financiers. Plusieurs éléments de la liste de contrôle sont donc en jeu mais leur pondération relative est difficile à identifier. Chose certaine cependant, malgré toutes les allusions à cet effet dans le discours du gouverneur Crow, l'évolution de la masse monétaire ne semble pas déterminer les actions de la Banque. Finalement, on remarque que tout au cours de cette période caractérisée par une politique relativement expansionniste, les taux d'intérêt montent presque de manière constante.

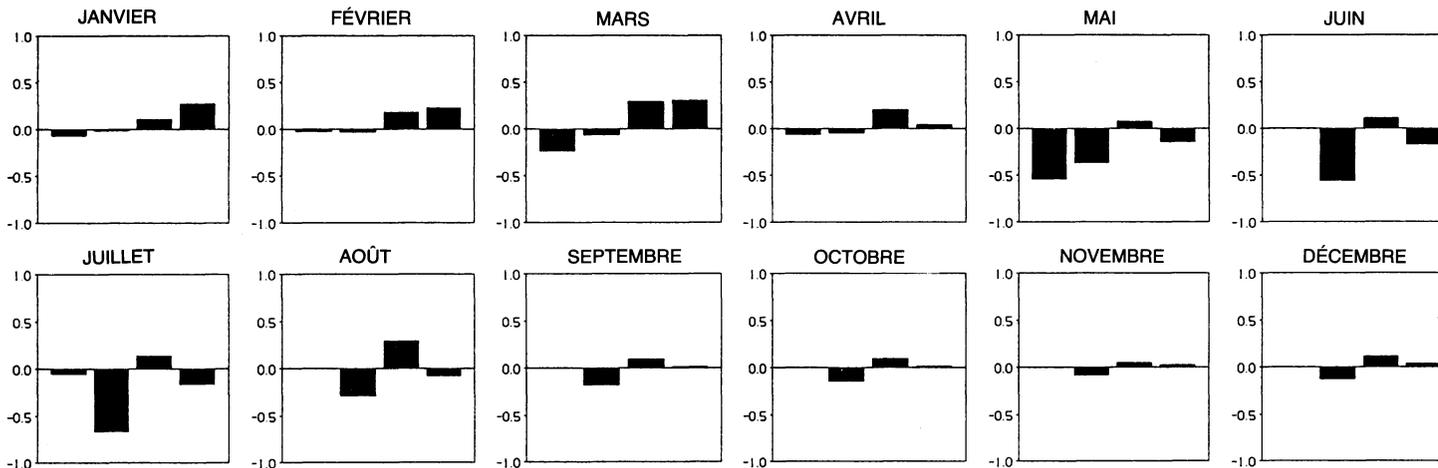
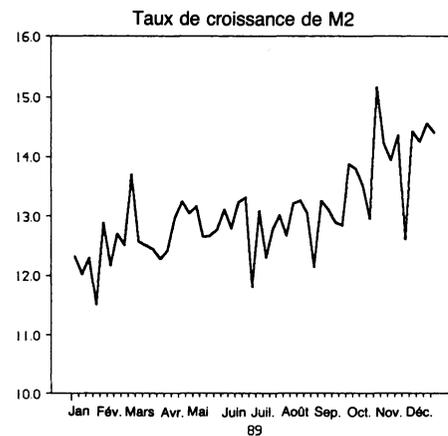
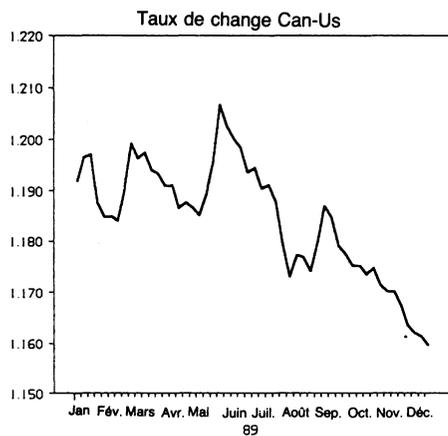
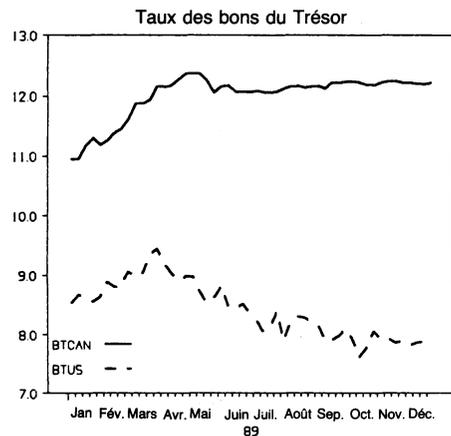
Le bateau manqué: l'année 1989

L'année 1989 est intéressante parce qu'elle a donné lieu à des interprétations contradictoires selon les indicateurs utilisés par les commentateurs. Pour voir quelle était la direction véritable de la politique monétaire en 1989, examinons le graphique 3.

Au premier coup d'œil, on se rend compte que, généralement au cours de l'année 1989, la Banque du Canada, loin d'avoir posé des gestes restrictifs, a plutôt été soit neutre soit expansionniste. Les seuls signes réels de restriction apparaissent entre les mois de mai et juillet, mais il faut ajouter une bonne dose de réserve à cette affirmation. En effet, on ne retrouve une véritable intervention restrictive qu'au mois de mai alors que la Banque fait une vente de titres sur le marché d'*open market*. Pour les autres mois, aucun signe important de vente de titres mais des prises en pension spéciales qui augmentent de mois en mois. Le taux sur les avances à un jour qui est supérieur au taux sur les bons du Trésor ne découle donc pas de gestes restrictifs «proactifs» de la Banque mais est fort probablement le reflet d'un marché privé en pleine effervescence. Il faut d'ailleurs se rappeler que, pendant toute l'année 1989, le crédit aux ménages et aux entreprises croissait à des taux extrêmement élevés: les taux de croissance du crédit aux entreprises et aux ménages étaient respectivement de 10,2 % et 12,5 % et le crédit hypothécaire croissait à un rythme de 18,2 %! La politique monétaire n'a donc pas été restrictive en 1989

18. La crise boursière d'octobre 1987 a, bien sûr, donné lieu à une réaction très expansionniste au Canada comme dans d'autres pays. C'est un épisode qui demanderait en soi une analyse distincte mais qui ne peut retenir notre attention dans une analyse aussi globale que celle que nous présentons ici.

GRAPHIQUE 3 LE BATEAU MANQUÉ: 1989



comme certains l'avaient laissé entendre à l'époque. Le seul geste restrictif apparaît au mois de mai et, pour le reste, on observe plutôt des signes d'expansion monétaire.

En terme des indicateurs qui apparaissent dans la partie supérieure du graphique 3, le dollar s'apprécie et les taux d'intérêt se maintiennent. Comme les taux d'intérêt diminuent aux États-Unis, on peut conclure, dans le langage de M. Crow, à des «conditions monétaires» plus serrées puisqu'en plus de l'appréciation, le différentiel d'intérêt avec les États-Unis augmente vers des niveaux de plus de 400 points de base¹⁹. On peut se demander si ces conditions sont le fruit de la politique monétaire ou tout simplement du marché lui-même. La vigueur de la demande de crédit peut déjà indiquer que le problème venait de la demande plutôt que de l'offre. La force du dollar canadien s'explique, du moins pour la première moitié de l'année, par des termes de l'échange avantageux. De plus, il est difficile de savoir jusqu'à quel point ces conditions n'étaient pas imposées par les marchés financiers internationaux dont les anticipations quant à la valeur du dollar pouvaient appeler une prime de risque. Finalement, le graphique démontre clairement que le taux de croissance de l'objet même de la politique monétaire, soit la masse monétaire, était en hausse et à des taux exagérément élevés tout au long de l'année. La vigueur de la dépense nominale et la robuste croissance monétaire sont tout à fait cohérentes avec l'observation des gestes plutôt expansionnistes de la politique auxquels nous faisons allusion dans le paragraphe précédent²⁰.

L'année 1989 a donc été une année où certains observateurs ont cru pouvoir identifier une politique restrictive en s'attardant au **niveau** élevé des taux d'intérêt et au différentiel avec les États-Unis. Or, cet indicateur faussait la perception puisque, selon l'observation des gestes posés par la Banque, la politique était très peu active et possiblement plutôt expansionniste et laissait place à une forte croissance de M2 qui aurait pourtant dû «guider» la conduite de la politique aux dires mêmes du gouverneur. Il s'agit sûrement là d'un signe que la Banque acceptait les conditions monétaires existantes. Il semble cependant difficile d'expliquer la politique monétaire en 1989 alors même que le gouverneur Crow avait annoncé un objectif de stabilité des prix. La Banque s'est-elle trop fiée au message que semblait renfermer les taux d'intérêt et le taux de change? A-t-elle été trop sensible aux critiques qui fusaient de toutes parts? A-t-elle attendu que les hausses de taux d'intérêt et de taux de change apportent le soulagement désiré en matière d'inflation? Chose certaine, la Banque a négligé, dans sa liste de contrôle, le guide précieux que constituait le taux de croissance de M2. Le comportement de la Banque en 1989 a rendu très difficile l'établissement de sa crédibilité quant à sa politique de stabilité des prix alors que, face à un taux de croissance grandissant

19. Il faut noter que le différentiel entre le Canada et les États-Unis commence à se creuser au mois de mars soit avant qu'on observe les gestes de politique restrictive au mois de mai.

20. Cette constatation serait sans doute renforcée si on ajoutait une analyse des gestes de politique pour les années 1987 et 1988.

de M2 et des pressions inflationnistes évidentes sur les marchés (et en particulier sur le marché du travail), elle n'a pas su resserrer sa politique²¹.

On peut difficilement lancer la pierre surtout quand on sait les pressions que les autorités subissaient de la part du public et de plusieurs économistes. Mais nous pensons que cette réaction est le fruit d'une politique discrétionnaire qui s'appuie sur l'observation d'une liste de contrôle très longue dans laquelle les variables prédominantes sont plus les taux d'intérêt et les taux de change que les variables véritablement monétaires. Un tel comportement peut aussi être le résultat d'une politique relativement myope qui se concentre sur son processus de court terme possiblement au détriment de son objectif de long terme de stabilité des prix.

Le resserrement tardif: l'année 1990

Dans l'ensemble, la politique monétaire de la Banque du Canada a été fortement restrictive pendant l'année 1990. Un examen rapide du graphique 4 nous fait voir des gestes restrictifs presque tout au long de l'année. La réaction de la Banque à la suite du «glissement» de 29 points de base des taux d'intérêt en janvier est bien connue. Devant des marchés qui spéculaient contre le penchant apparemment expansionniste de la Banque, celle-ci a resserré fortement les conditions monétaires tout au long du premier trimestre. Les mois de janvier, février et mars sont caractérisés par de fortes ventes de bons du Trésor sur le marché secondaire. Cependant, comme le dollar se redresse à partir du début de mars, la Banque se met à desserrer lentement son emprise. Ainsi, on assiste à de fortes prises en pension spéciales en avril et, contrairement à ce qu'on aurait pu penser, la politique devient tout à fait neutre (aucune opération particulière) en mai et juin, au cœur de la crise du lac Meech.

Ce qui peut cependant paraître surprenant, c'est que, à partir de juillet, nos graphiques indiquent clairement une politique qui se resserre pour le reste de l'année avec une pause en octobre. En pleine récession, les ventes de titres sont nombreuses et importantes, l'écart entre le taux sur les avances à un jour et les bons du Trésor est très élevé et apporte un frein sérieux à la baisse des taux d'intérêt. Les courtiers empruntent massivement à la Banque pour maintenir leurs inventaires de titres.

Plusieurs facteurs peuvent expliquer la politique observée en 1990. Entre autres, la Banque craint les effets inflationnistes éventuels de la TPS. Mais, le gouverneur Crow (1991, p. 24) exprime les choses différemment dans ses observations sur la politique des semaines précédentes lors de la réunion du 7 décembre du Conseil d'administration de la Banque :

Les opérations de gestion des réserves-encaisse effectuées par la Banque du Canada ont eu pour objet d'opposer une résistance adéquate aux fortes pressions à la baisse, **de nature spéculative**, qui se sont exercées sur les taux d'intérêt à court terme pratiqués sur les marchés et d'éviter les **baisses excessives**. (C'est nous qui soulignons)

21. Au moment de la présentation de son *Rapport annuel* de 1990, le gouverneur Crow reconnaissait d'ailleurs qu'il aurait dû resserrer sa politique plus tôt et plus vigoureusement. («Crow estime qu'il aurait dû hausser les taux plus tôt», *La Presse*, 9 mars 1989, p. G2.)

Pendant cet épisode, la stratégie des marchés ordonnés et du *leaning-against-the-wind* sur les marchés financiers prévaut et justifie cette politique très restrictive au moment même d'une récession. Ces raisons étaient-elles suffisantes pour justifier un total de 12 milliards de ventes de titres sur les marchés d'*open market*, de loin le montant le plus élevé de telles ventes au cours d'une seule année²²?

La partie supérieure du graphique 4 montre les résultats de la politique. Malgré la force de la restriction monétaire, les taux d'intérêt baissent et le différentiel avec les taux américains se rétrécit étant donné la faiblesse de la demande au Canada. Après de nombreux soubresauts, le taux de change se maintient fort probablement à la faveur de la crise et de la guerre du Golfe mais aussi, il faut en convenir, grâce à la réputation du gouverneur Crow sur les marchés internationaux. La politique éminemment restrictive et la baisse de la dépense nominale entraînent une baisse accentuée du rythme de croissance de la masse monétaire qui passe de 14 % en début d'année à 7,5 % en fin d'année.

Cet épisode, comme les deux précédents, révèle les résultats d'une politique menée à partir de l'observation d'une multitude d'indicateurs aux messages parfois contradictoires. Bien sûr, la baisse des taux d'intérêt pouvait s'interpréter comme le signe d'une politique relativement expansionniste. Mais les gestes ne trompent pas. En faisant primer l'objectif de court terme de marchés financiers ordonnés, la Banque a, au total, adopté au cours de l'année 1990 une politique fortement restrictive.

CONCLUSION

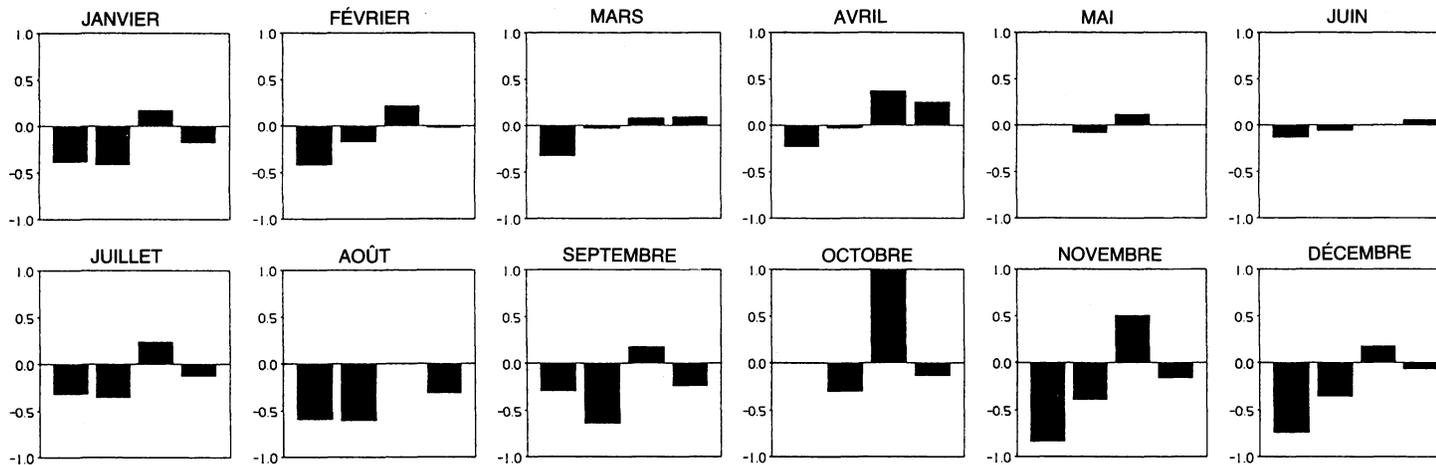
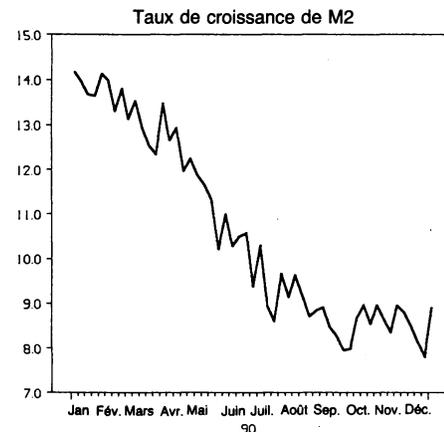
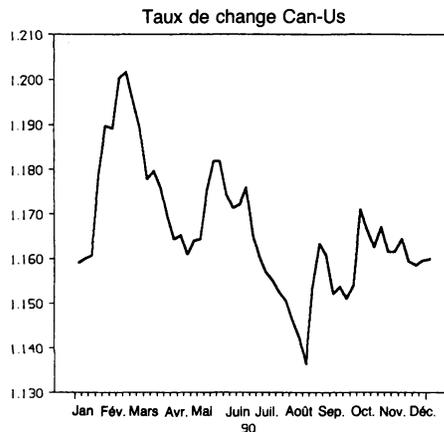
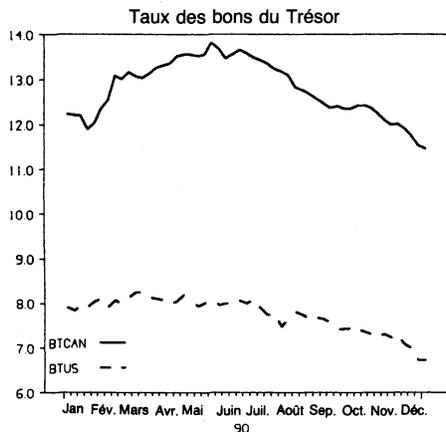
En abordant le problème de la politique monétaire canadienne, on se met forcément le doigt entre l'arbre et l'écorce : il s'agit là d'un problème difficile à propos duquel seuls les gens de la Banque du Canada peuvent prétendre connaître tous les dessous. Il nous semble cependant important de risquer une interprétation des faits pour pouvoir diagnostiquer ce qui a pu mener à tant de retard dans l'obtention de résultats face à l'inflation alors même que la rhétorique de la Banque était si ferme à cet effet. Dans un cadre où on vise la stabilité des prix, la crédibilité de la banque centrale est particulièrement importante pour minimiser les coûts réels liés à la restriction monétaire. En plus d'intentions fermes, il faut une nette cohérence entre la rhétorique et les actions de la banque centrale.

En ce sens, l'examen de quelques épisodes récents de la politique monétaire canadienne révèle que la Banque du Canada a eu un comportement très variable en réagissant souvent dans une perspective de court terme aux mouvements de nombreuses variables sur sa liste de contrôle : taux d'intérêt, taux de change, inquiétudes quant à un point de retournement de l'activité économique, préoccupations quant au fonctionnement ordonné des marchés financiers et de change. La

22. Sauf pour l'année 1986 pendant laquelle le total des ventes nettes avaient été de 10,4 milliards de dollars essentiellement à cause de la crise du dollar, la moyenne des ventes nettes tout au cours des années 80 a été aux alentours de 2 milliards de dollars!

GRAPHIQUE 4

LE RESSERREMENT TARDIF: 1990



politique monétaire a ainsi oscillé entre des périodes de restriction (parfois sévère) et des périodes de neutralité passive ou d'expansion sans que la cohérence des gestes avec l'objectif ultime de stabilité des prix ne transparaisse toujours clairement. Dans ce contexte, l'évolution des agrégats monétaires larges (et, en particulier, de M2) ne semble pas avoir joué un rôle important puisque le taux de croissance de M2 a pu s'élever pour des périodes relativement longues au-delà de 10 % et même à des taux dépassant les 15 % au plus fort de l'expansion économique.

C'est à la très large part de discrétion que permet la procédure suivie par les autorités monétaires qu'on peut imputer les problèmes que nous avons soulevés. Dans un tel contexte, il devient difficile d'assurer un lien étroit entre les actions de court terme de la politique et son objectif de long terme de stabilité des prix. Pour rétablir ce lien, il faudrait atténuer le caractère discrétionnaire de la politique comme le démontre l'argument de l'incohérence temporelle (*time inconsistency*) de Kydland et Prescott (1977). En ce sens, l'adoption d'une règle quelconque pourrait s'avérer un pas dans la bonne direction puisqu'elle permettrait d'éviter les ajustements de la politique au gré des aléas de multiples indicateurs.

Plusieurs formes de règles existent déjà et ont été proposées par divers auteurs. Par exemple, les pays européens ont décidé de s'arrimer à la politique de la *Bundesbank* en suivant des règles de taux de change dans le cadre du système monétaire européen. D'autre part, McCallum (1988) propose une règle de contrôle de la base monétaire en fonction de l'évolution de la dépense nominale. Finalement, la *Bundesbank* elle-même a, contre vents et marées, conservé une règle au caractère essentiellement monétaire. Nous ne voulons pas prendre position sur cette question ici mais nous croyons que notre analyse permet d'appuyer l'adoption de toute règle qui attacherait une importance non négligeable à l'évolution des agrégats monétaires définis de manière large. En ce sens, le discours récent de la Banque peut être rassurant :

« Afin d'assurer le respect du programme tracé, le gouverneur a déclaré que la Banque surveillera de près les taux tendanciels de l'expansion de la monnaie, du crédit et de la dépense totale, pour s'assurer qu'ils sont compatibles avec les cibles, et ajustera en conséquence sa politique monétaire. » (Banque du Canada, 1991, p. 15)

On espérerait seulement que les agrégats monétaires apparaissent plus haut sur sa liste de contrôle pour que le discours de la Banque soit crédible pour les agents économiques.

On dit que *c'est au fruit qu'on connaît l'arbre* et c'est donc en observant les résultats de la politique monétaire en termes de ses objectifs de réduction de l'inflation qu'on pourra voir si la Banque a réussi à adopter un comportement qui évite que les arbres ne lui cachent la forêt.

BIBLIOGRAPHIE

- BANQUE du CANADA (1991). «Document d'information sur les cibles», document publié au moment de l'annonce des cibles d'inflation, le 26 février, reproduit dans la *Revue de la Banque du Canada*, mars, pp. 9-15.
- BATTEN, D.S., M.P. BLACKWELL, I.S. KIM, S.E. NOCERA, et Y. OZEKI (1990). *The Conduct of Monetary Policy in the Major Industrial Countries. Instruments and Operating Procedures*, Fonds monétaire international, Occasional Paper #70, juillet.
- BORDO, M.D. et E.U. CHOUDHRI (1982). «The Link Between Money and Prices in an Open Economy: The Canadian Evidence from 1971 to 1980», *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 64, 8, pp. 13-23.
- CLINTON, K. (1991). «La gestion des encaisses: principale technique employée par la Banque du Canada dans la conduite de la politique monétaire», *Revue de la Banque du Canada*, janvier, pp. 3-25.
- CLINTON, K. et K. FETTIG (1989). «Les opérations de vente à réméré dans la conduite de la politique monétaire», *Revue de la Banque du Canada*, juillet, pp. 3-17.
- CROW, J. (1988). «La politique monétaire à l'œuvre au Canada», Eric Hanson Memorial Lecture, Edmonton, janvier, reproduit dans la *Revue de la Banque du Canada*, février, pp. 3-17.
- CROW, J. (1991). «Allocution prononcée lors de la Conférence de Presse sur la cible de réduction de l'inflation», reproduite dans la *Revue de la Banque du Canada*, mars, p. 7.
- FAURE, F. (1977). «Remarques sur les aspects techniques des opérations de swap entre la Banque du Canada et le Fonds des changes», *Revue de la Banque du Canada*, juillet.
- HOWITT, P. (1986). *Monetary Policy in Transition. A Study of Bank of Canada Policy, 1982-85*, C.D. Howe Institute, Toronto, 140 p.
- Journal of Money, Credit and Banking* (1988). «Recent Developments in Macroeconomics», Numéro spécial, vol. 20, n° 3, partie 2.
- KYDLAND, F.E. et PRESCOTT, E.C. (1977). «Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans», *Journal of Political Economy*, 85, pp. 473-91.
- LIPSEY, R.E. (1990). *Zero Inflation: The Goal of Price Stability*, C.D. Howe Institute, Toronto.
- MANKIW, N. G. (1990). «A Quick Refresher Course in Macroeconomics», *Journal of Economic Literature*, XXVIII, (décembre), pp. 1645-1660.
- MARTIN, P. (1989). *Inside the Bank of Canada's Weekly Financial Statistics: A Technical Guide*, The Fraser Institute, Vancouver, 234 p.
- MCCALLUM, B.T. (1988). «Robustness Properties of a Rule for Monetary Policy», Carnegie-Rochester Conference on Public Policy, 29, pp. 173-204.

RACETTE, D. et J. RAYNAULD (1991). «Un modèle BVAR de prévision de la dépense nominale et d'analyse de la politique monétaire canadienne», Actes du Séminaire de la Banque du Canada sur les Questions monétaires, Ottawa, (à paraître).

YORK, R.C. (1990). *Taking Aim: The Debate on Zero Inflation*, C.D. Howe Institute, Toronto, 263 p.

ANNEXE

LISTES DE CONTRÔLE SELON LES HORIZONS

Mouvements **quotidiens** des revenus et dépenses du gouvernement fédéral, des avances, des prises en pension, des encaissements d'obligations d'épargne du Canada, du taux de change, des taux d'intérêt (structures nationale et étrangères), des réserves excédentaires des banques.

Mouvements **hebdomadaires** des marchés financiers et de change, des agrégats de crédit (aux ménages et aux entreprises), du bilan des banques à charte, des agrégats monétaires.

Mouvements **mensuels** des agrégats monétaires et de crédit, de l'activité économique réelle (production, emploi, chômage national et régional, utilisation de capacité, ventes d'automobiles, mises en chantier, etc.), de l'inflation (accords salariaux, changements des prix selon de multiples mesures), des chocs réels (prix de l'énergie et des matières premières), de la balance commerciale.

Mouvements **trimestriels** des mêmes variables et du solde du compte courant, des chiffres de la comptabilité nationale (plus particulièrement, des statistiques de la dépense nominale, du PIB réel et du dégonfleur de la dépense).

Mouvements **annuels** de toutes les variables et en particulier de l'inflation.