

Le renouvellement récent de la politique monétaire

Jacques Parizeau

Volume 32, Number 3, October–December 1956

URI: <https://id.erudit.org/iderudit/1000176ar>

DOI: <https://doi.org/10.7202/1000176ar>

[See table of contents](#)

Publisher(s)

HEC Montréal

ISSN

0001-771X (print)

1710-3991 (digital)

[Explore this journal](#)

Cite this article

Parizeau, J. (1956). Le renouvellement récent de la politique monétaire. *L'Actualité économique*, 32(3), 405–422. <https://doi.org/10.7202/1000176ar>

Le renouvellement récent de la politique monétaire¹

Une transformation dont on est encore loin d'entrevoir toutes les conséquences s'est récemment produite dans la politique économique de plusieurs pays. On peut aisément se rendre compte que quelque chose a changé en comparant les courbes de taux d'intérêt des banques centrales des pays d'Europe et des États-Unis. Jusqu'au début de la crise de 1930, les taux varient, parfois considérablement, puis ils s'immobilisent à un niveau très bas et demeurent stables, à peu d'exceptions près, jusqu'en 1951 où les fluctuations d'antan recommencent.

Superficiellement, on pourrait conclure que la politique monétaire est revenue à son point de départ. Si la situation actuelle n'était rien de plus qu'un retour en arrière, le phénomène n'en serait pas moins remarquable. En effet, la diffusion des idées keynésiennes a provoqué l'apparition de politiques économiques caractéristiques et intégrées, dont on ne peut modifier les aspects monétaires sans avoir à en transformer les autres pièces. À moins évidemment de supposer, suivant la pensée de certains théoriciens, que les objectifs keynésiens étant remplis, toute adaptation subséquente de l'économie ne pourrait se faire qu'à partir du mécanisme des prix, le mot étant ici entendu dans son sens large.

De telles conclusions ne résistent cependant pas à l'examen des faits. La réapparition d'une politique monétaire flexible est, semble-t-il, l'aboutissement d'une chaîne de circonstances et paraît correspondre, au Canada tout au moins, à une réorientation de la

1. Ce texte a fait l'objet d'une communication au XXIV^e congrès de l'ACFAS, le 3 novembre 1956.

politique économique à long terme, si tant est qu'une telle chose existe. La politique monétaire qui est en voie d'élaboration est nouvelle dans ses principes et dans l'utilisation qui est faite de ses instruments.

Nous allons essayer de voir comment ce revirement s'est opéré, sur quels principes la nouvelle politique monétaire s'appuie et quelle forme elle a prise dans notre pays.

À la fin de la dernière guerre, plusieurs raisons militaient en faveur de l'éloignement d'une politique monétaire. Les pays d'Europe aux prises avec une pénurie de denrées, d'immenses investissements à entreprendre et une inflation ouverte, ne pouvaient voir leur salut que dans des contrôles directs de l'économie. Dans les pays anglo-saxons, certains économistes, prévoyant une récession du type de celle de 1921, résistaient à tout projet qui aurait abouti à restreindre les investissements. Les gouvernements d'autre part, dont la dette publique était énorme, jugeaient nécessaire d'en maintenir les taux d'intérêt à un niveau aussi bas que possible, et d'éviter des perturbations du marché.

Le soutien du marché des titres et le maintien des taux d'intérêt enlevaient tout pouvoir restrictif aux banques centrales en dehors des contrôles directs. Dans les pays où les particuliers avaient acheté pendant la guerre des grosses quantités de titres, le retour des biens de consommation durables sur le marché força les banques centrales à racheter aux banques commerciales les titres qu'elles acquéraient, provoquant un accroissement sensible de la liquidité bancaire.

Dans d'autres pays, les plus ravagés par la guerre, l'amplitude initiale du déficit budgétaire obligea les gouvernements à se financer directement auprès des banques centrales.

Dans ces conditions, toute politique monétaire véritable disparaissait. Cela, pour de nombreux théoriciens, n'avait d'ailleurs pas d'importance. On jugeait généralement, après la guerre, que la politique fiscale et les contrôles directs étaient des instruments infiniment plus efficaces et rapides dans une conjoncture où la précipitation des événements exigeaient que les décisions fussent rapides et efficaces.

Devant l'ampleur initiale de l'inflation, des besoins d'investissements publics et des mesures de sécurité sociale, la politique fiscale

pris l'allure d'une hausse ou du maintien à un niveau extrêmement élevé des impôts. Les pays dont les plans de sécurité sociale se développèrent graduellement et qui n'avaient pas à financer la reconstruction de leur capital, en tirèrent des surplus importants qui limitèrent les poussées inflationnistes et servirent à diminuer la dette.

Les autres durent s'accommoder d'un déficit budgétaire qui vint jouer dans le même sens que les facteurs d'inflation. Selon le courage des gouvernements et des peuples, l'on dut recourir à un nombre plus ou moins grand de contrôles directs sur les prix, la consommation, les investissements, les importations, etc. . .

Essentiellement pour ces derniers pays, et pour l'Europe en particulier, ce genre de situation ne pouvait durer. Au fur et à mesure de l'accroissement de la production, et de la disparition de l'arriéré de la demande, on réduisit le nombre et la portée des contrôles directs. Mais il ne pouvait être question de toucher substantiellement aux impôts. L'équilibre budgétaire était encore trop précaire dans beaucoup de pays et les nouvelles responsabilités sociales et financières dont les gouvernements étaient maintenant chargés enlevaient toute flexibilité au régime fiscal.

La politique monétaire ne s'en trouva pas revivifiée. Sans doute ici et là tendait-on à rendre un peu plus flexible le soutien des titres, et les banques centrales commençaient-elles à manipuler plus aisément selon les besoins de la conjoncture les multiples contrôles du crédit bancaire, parfois du crédit à la consommation ou des changes, dont l'État leur avait donné la garde. Mais cela n'allait guère plus loin, dans la plupart des cas.

La guerre de Corée va présenter un défi terrible à la politique économique des États. Il ne peut être question de faire jouer la politique fiscale dans la même mesure qu'entre 1939 et les premières années d'après-guerre. Dans bien des pays, les impôts sont trop élevés pour qu'on puisse compter sur une marge d'imposition importante. Tel cet insecte qui ne peut piquer qu'une fois, la politique fiscale a été utilisée contre une première inflation mais ne peut faire face à une seconde.

La remise en place des contrôles directs ne peut être entreprise non plus sur une très vaste échelle. L'urgence de la guerre de Corée n'est pas suffisante pour justifier ce retour en arrière et,

d'autre part, certains des contrôles directs utilisés pour boucher une brèche temporaire se sont révélés des obstacles trop puissants à la croissance à long terme pour qu'on veuille volontiers y revenir.

Ne pouvant, ni ne voulant revenir en arrière, les gouvernements étaient forcés de trouver autre chose. Et cette autre chose, paradoxalement, fut un retour à un passé encore plus lointain.

Il ne faut d'ailleurs pas s'imaginer que la réhabilitation du classicisme monétaire s'est opérée rapidement et uniformément dans tous les pays. Il n'en est pas moins vrai que, dans certains pays d'Europe, en Angleterre, aux États-Unis et au Canada, on lâche assez rapidement le soutien automatique du cours des obligations d'État et que les banques centrales retrouvent tout à coup l'usage d'une certaine politique restrictive du crédit.

Le retour à l'orthodoxie bancaire s'est par la suite opéré graduellement et pendant quelques années. Si la plupart des observateurs se rendent compte de la flexibilité plus grande de la politique des banques centrales, ils n'aperçoivent pas toujours dans quel sens le mouvement joue. C'est ainsi, par exemple, qu'au cours d'un exposé collectif publié en 1951 dans la *Review of Economics and Statistics*, Seymour Harris écrivait: « . . . la politique monétaire a sa place dans la lutte contre l'inflation. Mais sur la base des expériences passées, je ne crois pas que cette place soit importante. Ce retrait de la politique monétaire à un rôle secondaire vient non seulement de l'histoire mais du développement de l'économie keynésienne. »

La reprise très rapide de l'économie mondiale en 1955, après le fléchissement limité de l'année précédente, a offert à un grand nombre de banques centrales l'occasion de dévoiler leurs batteries. La Banque d'Angleterre, en particulier, a pratiqué une politique de restrictions de crédit d'un classicisme remarquable, où les instruments du taux de l'escompte, de l'*open-market* et du *moral suasion* intervenaient selon toutes les règles de l'art. Les résultats ont été décevants dans l'ensemble, et une discussion s'est poursuivie entre les économistes et les banquiers anglais pour élucider les raisons de l'échec et les remèdes à apporter. La querelle n'est pas encore terminée et de nouvelles prises de position bouleversent les idées traditionnelles.

* * *

Définissons en quelques mots la formule la plus générale d'une politique monétaire classique. Le système bancaire est chargé de ramasser des dépôts et de prêter ou d'investir les liquidités dont il dispose, en gardant cependant une marge de disponibilité de caisse non investie exprimée comme étant un pourcentage des dépôts. Un coefficient de caisse minimum est généralement fixé par la loi ou la tradition.

Une demande accentuée des prêts bancaires doit être financée par un accroissement de l'encaisse. La banque centrale peut aisément le provoquer en achetant des titres sur le marché. En période de croissance, le marché peut donc être assuré d'une quantité suffisante d'argent et la banque centrale voit à ce que l'expansion des affaires se fasse sans hausse appréciable des taux d'intérêt.

Si cependant la banque centrale juge que l'expansion des crédits mène à l'inflation, des ventes de titres sur le marché, en réduisant la liquidité des banques, imposent au marché monétaire une contraction sérieuse; les taux d'intérêt à court terme s'élèvent, et les banques dont la liquidité est insuffisante doivent emprunter à la banque centrale à un taux d'intérêt plus élevé que celui de l'argent à court terme sur le marché.

Enfin la banque centrale peut insister auprès des banques pour que celles-ci restreignent leurs prêts ou du moins en stabilisent le montant.

Ce mécanisme élémentaire possède en principe deux avantages qui sont d'ailleurs liés l'un à l'autre. D'une part, il est doté d'une flexibilité qui permet de rectifier le tir beaucoup plus rapidement que cela n'est possible dans le cas de la politique fiscale ou même des contrôles directs, et d'autre part, il est graduel et ne provoque pas d'arrêts brusques, préjudiciables à une croissance accélérée de l'économie. On peut d'ailleurs rendre l'instrument très sélectif en donnant à la banque centrale suffisamment de renseignements, pour que celle-ci puisse à son tour orienter la restriction des crédits selon les secteurs ou les activités. Ainsi la Banque de France a développé un service de renseignements extrêmement précis qui permet d'agir sur des crédits spécifiques (avec d'autant plus d'efficacité d'ailleurs que la pratique du réescompte facilite considérablement la sélection).

Dans ces conditions, la politique monétaire devient non seulement un instrument de contrôle conjoncturel, mais aussi un outil d'orientation de la croissance à long terme. La banque centrale n'est plus seulement responsable du niveau global de la masse monétaire mais aussi, dans une certaine mesure, de l'orientation du crédit.

Et pourtant ni au Canada, ni aux États-Unis, ni surtout en Angleterre, l'on est satisfait de l'expérience des deux dernières années. Une analyse des raisons de l'échec partiel permet, semble-t-il, de les classer en deux groupes : certaines des conditions du fonctionnement d'une politique monétaire orthodoxe n'existent pas et certaines des mesures prises n'ont plus le même effet qu'autrefois.

Tout un cadre de conditions existent sans lequel le mécanisme classique tourne à vide.

En premier lieu, il est évident que le système ne peut fonctionner que si les banques ne disposent pas de portefeuilles d'obligations trop importants, sans quoi les mesures de restrictions du crédit vont simplement provoquer la vente d'une partie du portefeuille des banques. Si le mouvement prend une certaine ampleur, la banque centrale peut être forcée de soutenir les cours, accroissant ainsi les réserves liquides des banques et jouant donc dans le sens inverse de sa politique.

Or, comme chacun sait, les banques ont investi en obligations, pendant et après la guerre, une partie très considérable de leur actif en titres d'État. Les ventes au cours de 1955 et 1956 ont été considérables. Au Canada, où le phénomène a pris le plus d'ampleur, les banques ont liquidé plus de 40 p.c. de leur portefeuille, soit 10 p.c. de toute la dette publique. Des phénomènes analogues ont eu lieu en Angleterre et aux États-Unis.

La seconde condition au bon fonctionnement du système a trait au coefficient d'encaisse. Pour que la banque centrale ne perde pas tout contrôle sur le marché, il est nécessaire que les banques opèrent toujours très près du minimum statutaire ou conventionnel. Sans cela, de très fortes opérations d'*open market* devraient être entreprises avant que les restrictions véritables puissent prendre place. Cette deuxième condition a été assez bien remplie dans l'ensemble, mais il n'en reste pas moins que les mouvements

du portefeuille de bons du Trésor, utilisés par les banques comme seconde réserve de liquidité, a amorti considérablement les tentatives restrictives des banques centrales. Il suffisait, en effet, pour les banques de ne pas renouveler des bons du Trésor, à l'échéance, pour acquérir des réserves supplémentaires.

En eux-mêmes, ces défauts du fonctionnement de la politique monétaire auraient été graves, mais des vices de structure sont apparus qui ont fait perdre espoir dans les pratiques orthodoxes. Ils sont très nombreux.

On passera rapidement sur l'amointrissement des effets des taux d'intérêt. Le haut niveau des taux d'impôt, la rapidité de croissance de l'économie et l'auto-financement intensif des entreprises réduisent assez nettement l'élasticité de la demande de liquidité à une variation du taux de l'intérêt.

Cela veut dire qu'à priori, pour obtenir un effet analogue à ceux qu'on pouvait obtenir il y a trente ans, les fluctuations du taux de l'intérêt doivent être beaucoup plus considérables que celles qui ont marqué les jours bénis de la politique monétaire. Il est assez amusant de noter que les journaux financiers ont signalé avec appréhension les taux d'intérêt records qui prévalent dans certains pays. Les records doivent être battus de très loin si on veut que le taux d'intérêt retrouve son efficacité passée.

Mais de telles variations ne vont pas sans danger, et ce qu'on gagne en efficacité d'un côté, on risque fort de le perdre de l'autre. En effet, d'amples fluctuations des taux d'intérêt vont intensifier la reprise des mouvements internationaux de capitaux à court terme au moment même où les pays se libèrent progressivement des contrôles de change. Il n'est pas assuré que les conséquences de ce genre de virements soient acceptables.

D'autre part, on doit nécessairement supposer que, à de très hauts niveaux, les taux d'intérêt à court terme seraient largement supérieurs aux taux à long terme. Le marché financier va donc se trouver déstabilisé aux hasards de la conjoncture. Les ventes de titres qui suivront une hausse de l'argent à court terme, en faisant croître le rendement des obligations, non seulement provoqueraient des pertes de capital importantes pour les institutions financières et les particuliers mais aussi rendraient impossible toute consoli-

dation de la dette. Or on sait quelle importance une consolidation de dette peut avoir pour réduire les pressions inflationnistes.

Nous nous sommes donc enfoncés dans une impasse. Le taux d'intérêt pour agir sur les perspectives d'investissements doit fluctuer entre de très larges limites, mais l'ampleur des fluctuations risque d'accroître la liquidité du système bancaire en provoquant un appel de capitaux étrangers. Si ces capitaux étrangers ne sont pas suffisants pour atténuer la hausse des taux d'intérêt, la consolidation de la dette est rendue quasi impossible. Si, au contraire, l'appoint des liquidités étrangères est important, la restriction du crédit va être compromise.

Il n'y a pas que dans les effets d'une hausse des taux d'intérêt que la situation est changée. Le marché monétaire n'a plus la même allure qu'auparavant. Le marché monétaire était alors alimenté par du papier commercial. Une hausse du taux de l'escompte pouvait, dans une certaine mesure, retarder l'escompte d'une partie du portefeuille. Si donc l'offre de capitaux était stimulée, la demande était restreinte. La croissance du montant des titres d'État à court terme et la disparition graduelle du papier commercial ordinaire a bouleversé cet état de choses. La flexibilité de la demande de fonds par l'État est très faible. Au delà d'un certain point, des taux d'intérêt élevés sur les bons du Trésor ne font qu'en accroître l'émission, toutes choses égales d'ailleurs.

L'offre de liquidité s'est aussi transformée. Les grosses entreprises pratiquent l'auto-financement sur une bien plus vaste échelle de nos jours qu'autrefois; l'ampleur des réserves est telle qu'on doit en tenir compte pour apprécier l'étendue du marché monétaire. En effet, les réserves des grandes entreprises représentent des liquidités excessivement volatiles qui peuvent disparaître dans des obligations d'État, réapparaître en bons du Trésor, en prêts aux entreprises de crédit ou en dépôts dans les banques.

On doit bien se rendre compte que les banques centrales ont peu de prise sur les déplacements des fonds d'entreprises. En effet, lorsque la Banque du Canada cherche à mettre le marché monétaire «dans la Banque», à inciter les banques à charte à restreindre leur crédit, en particulier aux compagnies de finance, ces dernières, en offrant une prime d'intérêt, peuvent attirer à elles les

dépôts de grandes compagnies. Le cas n'est pas théorique, il se pose actuellement.

D'une façon plus générale, la politique monétaire, utilisée pour restreindre ou accroître la somme des liquidités dans l'économie avait, autrefois, à peu près le même effet sur l'ensemble des crédits à court terme. De nos jours, certains types de crédits à court terme ne suivent manifestement pas le sens de la politique monétaire. Cela a deux conséquences. La banque centrale peut être satisfaite du montant des liquidités sans l'être de la distribution effective des crédits, problème qu'elle ne se posait guère autrefois, mais dont elle a été amenée à s'occuper par la suite, au fur et à mesure de la disparition graduelle du libéralisme économique de jadis. En second lieu, les mouvements des crédits à court terme, qui vont à l'encontre de la politique monétaire, risquent (en période d'inflation surtout) d'accroître la vitesse de circulation des liquidités et donc de contrecarrer en partie l'efficacité d'une action qui ne s'attacherait qu'au montant global de la masse monétaire.

Pour ce qui est du marché financier, nous avons déjà vu que par des ventes de titres, les banques peuvent éviter en grande partie de ressentir immédiatement les restrictions de crédit poursuivies par la banque centrale. En principe, la banque centrale devrait vendre sur le marché pour restreindre la liquidité des banques. Mais toutes ces ventes risqueraient de déséquilibrer le marché des titres. Sans doute les banques centrales, d'une façon générale, ne sont plus forcées de maintenir l'intégrité des cours des obligations. Il n'en reste pas moins vrai que la Banque ne peut admettre une hausse trop importante des taux de rendement pour des raisons que nous avons déjà exprimées.

Bon gré, mal gré, la Banque sera donc forcée de limiter sa politique d'*open market* en période d'inflation à des régularisations à court terme et à des achats nets à long terme.

En somme, le retour récent aux instruments classiques de la politique monétaire ne pouvait pas ne pas aboutir à certaines désillusions. Certains des instruments n'avaient plus leur efficacité passée et surtout certaines techniques jouaient à contre-sens dans une structure de marché profondément transformée.

Sans doute, le *moral suasion* des banques centrales s'est-il passablement renforcé dans certains pays, étant donné l'ingérence

de l'État dans divers domaines de la vie économique et de l'étroite collaboration de l'État et de la banque centrale. On a même pu dire que le *moral suasion* était devenu à certains moments un *moral blackmail*. Il n'en est pas moins vrai que les pressions de la banque centrale ne sont pas toujours aussi efficaces à tous les moments et que leurs résultats sont en partie imprévisibles.

Aussi décevantes qu'aient été certaines expériences récentes, elles ont été considérablement aidées par l'utilisation de contrôles hérités de la période antérieure, et par des transformations assez radicales à l'orthodoxie classique. Nous y reviendrons plus loin.

* * *

À partir de l'exposé qui précède, on peut tenter dès maintenant de se faire une idée des résultats de la politique monétaire depuis 1954. On sait que jusque-là, la politique monétaire de la Banque du Canada était à peu près impuissante. L'*open market* ne jouait guère qu'à l'achat, le taux d'intérêt n'avait guère valeur que de symbole. Il ne restait que la pression morale de la Banque qui puisse valablement orienter les crédits des banques. On peut admettre que cette pression a un degré remarquable d'efficacité au Canada, mais cela n'est pas suffisant.

La révision de la loi des banques, puis les initiatives de la Banque du Canada, ont considérablement renforcé ses moyens d'action.

C'est ainsi que l'organisation d'un marché monétaire financé en grande partie par des prêts bancaires au jour le jour a donné au taux de la Banque du Canada une valeur réelle et non pas symbolique. Une restriction de la liquidité des banques les forces à retirer leurs prêts au jour le jour et peut-être même à aller emprunter à la Banque du Canada. Elle force aussi les courtiers et les agents du marché monétaire à remplacer les prêts défallants des banques par des emprunts sur titres à la Banque du Canada. L'organisation de ce marché monétaire, sans être tout à fait analogue au marché anglais, régi par les emprunts des *discount houses* s'en rapproche. Elle est avantageuse sous toute espèce de points de vue.

D'une part, les banques sont incitées à prêter leur liquidité supérieure au minimum statutaire de 8 p.c. Nous avons vu qu'une

politique monétaire n'est vraiment efficace que si cette pratique est généralisée. D'autre part, le marché monétaire permet de canaliser des fonds à court terme vers l'achat de bons du Trésor. Si l'État admet la nécessité de variations de taux d'intérêt, il doit trouver un moyen de financement à court terme lorsque l'émission d'obligations est trop onéreuse.

L'organisation d'un large marché d'argent à court terme était donc dans une certaine mesure justifiée, puisque, ainsi, la Banque du Canada acquerrait une pièce nécessaire à la politique qu'elle veut poursuivre.

Enfin, les débouchés ouverts aux obligations grâce à la croissance de l'épargne institutionnalisée depuis quelques années, permettent à la politique d'*open market* de jouer dans les deux sens, l'achat et la vente, et non pas seulement à l'achat comme cela avait été le cas dans l'immédiat après-guerre.

En définitive, depuis deux ans, la Banque du Canada a obtenu ou s'est donnée tous les instruments classiques d'une politique traditionnelle.

Mais le jeu poursuivi a été rien moins qu'orthodoxe en dépit du changement notable dans l'esprit des dirigeants de la Banque.

En premier lieu, comme on l'a d'ailleurs signalé, les ventes d'investissements par les banques ont été telles que les opérations d'*open market* se sont soldées par des achats nets.

En second lieu, le marché monétaire a été alimenté par des sources imprévues mais excessivement nombreuses, en dépit ou peut-être à cause de la politique restrictive de la Banque du Canada. En effet, la Banque, en rendant son taux d'intérêt effectif, l'a lié au taux des bons du Trésor. Si le premier monte parce que la Banque le juge bon, le taux des bons du Trésor monte en conséquence, puisque un agrandissement de l'écart des taux accroîtrait le risque des acheteurs. Si au contraire le taux des bons du Trésor monte d'une façon autonome, le taux de la Banque doit monter aussi pour que les acheteurs n'empruntent pas à la Banque pour acheter des bons du Trésor.

Or, que ce soit une rareté de liquidité ou une politique restrictive, ou les deux, qui provoquent la montée des taux d'intérêt à court terme, le marché monétaire attire alors des capitaux, qui ne se seraient jamais présentés sur le marché, en provenance de la liqui-

dité des entreprises. Ces fonds sont prêtés à des compagnies de finance, de crédit ou de bourse qui paient un intérêt intermédiaire entre le taux de l'argent à court terme et le taux des prêts en banque. Toute une série d'organismes de crédit qui ne pourraient emprunter auprès des banques trouvent des fonds disponibles. Les dépôts en banque n'en sont pas modifiés, mais on peut croire que leur vitesse de circulation s'en trouve accélérée. Quoi qu'il en soit, la corrélation que la Banque du Canada cherchait à établir entre sa politique monétaire et le crédit à court terme s'en trouve faussée.

Il est évident que lorsque les taux d'intérêt à court terme dépassent le taux de rendement des obligations ou même s'en approchent, et dépassent cependant les taux d'intérêt payés par les banques sur leurs dépôts, le mouvement de la liquidité des entreprises vers le marché monétaire devient général.

Pour avoir voulu restreindre le crédit, la Banque du Canada en provoque l'expansion dans certains secteurs.

Ainsi s'explique que si les banques exerçaient une pression très forte sur leurs prêts, les compagnies de financement du crédit disposaient et disposent encore de tous les fonds voulus, à des taux d'intérêt qui sont moins élevés que si elles empruntaient en banque. Il est donc probable que le taux d'intérêt moyen payé par ces compagnies a baissé, alors que les taux montaient vivement sur le marché.

Mais il n'y a pas seulement cela de paradoxal dans la politique suivie par la Banque du Canada. Le prêt hypothécaire a été jugulé avec une rapidité telle qu'on a pu parler de discrimination outrancière dans l'application des restrictions au crédit. C'est cependant une erreur ou du moins une interprétation erronée des intentions. En ne relevant les taux d'intérêt hypothécaires maxima des prêts assurés en vertu de la Loi nationale de l'habitation que de $\frac{1}{4}$ de 1 p.c., on restreignait nécessairement l'offre de capitaux hypothécaires, sans cependant d'intervention spécifique de la Banque du Canada auprès des institutions prêteuses. Étant donné la conjoncture du moment, on ne devrait pas s'attendre à voir la Société centrale d'hypothèque et de logement se substituer, même en partie, aux prêteurs défaillants.

D'une façon plus générale, la Banque du Canada, comme toutes les autres banques centrales, est placée devant trois types d'organismes de crédit:

— les organismes publics qui obéissent rapidement à une politique arrêtée conjointement par le ministère des finances et la Banque;

— les banques commerciales qui ont suffisamment besoin des ressources de la banque centrale pour suivre, au moins approximativement, les directives;

— les autres organismes de crédit, sur lesquels non seulement la Banque du Canada n'a pas de prise, mais qui réagissent d'une façon perverse à sa politique de crédit.

De ces trois réactions différentes doit évidemment naître une discrimination de fait qui existait à un bien moindre degré, aux beaux jours de la politique monétaire d'avant 1914, où la première et la troisième de nos trois catégories étaient plus restreintes et dans certains pays, à peu près inexistantes.

Somme toute, on peut trouver trois faiblesses à la politique monétaire récente de la Banque du Canada.

a) Sa politique d'*open-market* a joué à contresens parce que les banques disposaient de portefeuilles très bien garnis.

b) Les restrictions prévues ont été vite marquées par des fuites et ont même été accompagnées d'un accroissement des liquidités dans certains secteurs.

c) D'une façon plus générale, l'effet des restrictions a été trop inégal pour être parfaitement acceptable. L'inégalité des effets ne serait acceptable, dans certaines conditions, que si elle était voulue. Ce qui n'est pas le cas.

Il est donc parfaitement évident que le retour à la politique monétaire orthodoxe n'est pas aussi facile à opérer et à rendre opérant qu'on semble d'abord l'avoir cru.

Sur la base de l'expérience d'autres pays, il semble qu'il y ait deux façons de renforcer et d'améliorer la politique monétaire, que l'on peut utiliser soit séparément soit conjointement: il s'agit soit de contrôles directs hérités de l'immédiat après-guerre, soit de la modification des relations traditionnelles de la banque centrale avec le système bancaire.

On peut dresser une liste très longue des contrôles encore utilisés à l'étranger en coordination avec la politique monétaire. C'est ainsi qu'on peut imaginer un contrôle des taux d'intérêt perçus et payés par les institutions financières. On peut aussi con-

cevoir un contrôle des investissements, et en particulier des émissions, du genre du *Capital Issue Committee*, en Angleterre. Mais ces mesures sont trop éloignées de la pratique et de la politique canadiennes pour qu'on puisse valablement s'en inspirer.

D'autres mesures de contrôles semblent plus indiquées et plus pratiquement réalisables. Elles ont trait surtout aux conditions de paiements des ventes à crédit, aux crédits aux achats en bourse et aux prêts personnels. Les liaisons particulières de ces trois types de crédit avec le marché monétaire les font échapper presque totalement à la politique de la Banque du Canada.

Dans de nombreux pays on a utilisé ce genre de contrôles à une époque ou à une autre et la banque centrale est en général chargée de leur application en consultation avec le gouvernement. Encore y a-t-il possibilité de conflit entre la législature et la Banque à ce sujet, la première tenant à garder le contrôle d'une arme électoralement très dangereuse.

On peut joindre au contrôle des conditions de paiements dans le cas des ventes à crédit une taxe d'accise variable selon la politique du moment. Cette association s'est trouvée réalisée, au Canada, au cours de la guerre de Corée. Mais depuis ce temps, on y a renoncé.

Il y a d'ailleurs des alternatives aux contrôles. On pourrait fort bien imaginer que, sur le modèle allemand, les compagnies de finance soient assimilées aux banques, soient forcées de maintenir des dépôts auprès de la Banque du Canada, et soient astreintes à des coefficients de liquidité pour les incorporer à la politique monétaire générale.

Mais cette transformation est inapplicable au Canada. Elle pénaliserait les entreprises proprement canadiennes, et ne restreindrait en rien les opérations des succursales de compagnies américaines, qui ont accès à des sources de fonds illimités étant donné la taille des entreprises qui les contrôlent.

Quoi qu'il en soit, il semble nécessaire que la Banque du Canada intervienne pour régulariser les opérations de ventes à tempérament, les prêts aux consommateurs et aux achats en bourse. C'est la seule façon d'éviter qu'une politique qui se veut globale ne soit pas trop discriminatoire.

Il nous reste cependant à voir s'il n'y a pas moyen d'améliorer l'efficacité globale de la politique monétaire et le mécanisme de son fonctionnement. Depuis deux ans, la discussion a été vive à ce sujet, et dans de nombreux pays toutes sortes de transformations ont eu lieu. Il faut cependant s'en méfier. Dans le domaine de la politique monétaire, un principe est rarement théoriquement valable. La structure bancaire et la simple administration des circuits du crédit déterminent les résultats qu'on doit attendre de l'application d'un principe.

Au Canada, certaines expériences ont été amorcées. Déjà, dans la loi de 1954, on a accordé à la Banque du Canada le droit de modifier le niveau du coefficient statutaire d'encaisse des banques entre les limites de 8 et 12 p.c. Et d'autre part la Banque du Canada au cours de 1956 a demandé aux banques à charte d'élever leur coefficient de liquidité à un minimum de quinze pour cent.

Nous trouvons là les germes d'une transformation assez radicale de l'expérience classique anglaise. Nous allons aborder ces deux mesures à tour de rôle.

Les fluctuations du coefficient d'encaisse ont été utilisées très souvent dans le passé par le *Federal Reserve System* et récemment par la *Bank Deutscher Länder*. Les résultats ont donné lieu à bien des discussions, et ce n'est pas étonnant. Les résultats sont parfaitement différents selon les modalités.

Supposons que la Banque du Canada exige des banques, à vingt-quatre heures d'avis, un coefficient d'encaisse de douze pour cent contre huit maintenant. Les banques ne pourront faire autrement que d'emprunter auprès de la Banque du Canada. Ou bien les banques à charte empruntent, ainsi qu'aux États-Unis, moyennant un billet à ordre, et renouvellent leurs billets régulièrement. Il y a charge financière additionnelle pour les banques mais pas nécessairement une incitation à réduire leurs emprunts si le taux d'intérêt de l'emprunt est inférieur à celui des obligations d'État. Les obligations seront alors vendues graduellement pour accroître les prêts bancaires.

Au contraire, si l'emprunt ne peut être fait que sur nantissement de titres, tant que l'emprunt durera, une partie du portefeuille sera gelée. Selon la position des taux d'intérêt, les banques vendront ou ne vendront pas de titres pour racheter leurs dettes,

mais dans l'ensemble, il ne fait pas de doute que l'expansion du crédit sera restreinte dans la mesure où le rapport des emprunts au portefeuille total des banques est assez élevé.

Si cependant la Banque du Canada décide de porter le coefficient d'encaisse de 8 à 11 p.c. en accordant quelques mois pour obtenir le résultat requis et en faisant pression sur les banques pour que les emprunts à la Banque du Canada soient faibles et que les liquidités additionnelles soient obtenues soit par la vente de titres sur le marché, soit par une diminution des prêts, une restriction très efficace du crédit peut se produire. La pression morale de la Banque du Canada peut d'ailleurs être d'autant plus forte que, dans ce cas, elle s'apparente à du chantage.

En effet, la Banque du Canada présente implicitement la chose de façon suivante: «faites ce qu'on vous demande, ou alors nous utilisons nos pouvoirs statutaires pour vous forcer à modifier vos réserves en vingt-quatre heures, pour élever le taux d'emprunt à un niveau dépassant largement le taux de rendement des obligations, ce qui vous amènera, bon gré mal gré, soit à vendre vos titres en masse sur le marché et, de ce fait, à risquer des pertes de capital importantes, ou à garder vos titres et à diminuer considérablement vos bénéfices».

En définitive, les fluctuations du coefficient d'encaisse peuvent améliorer sensiblement l'efficacité de la politique monétaire, si elles sont administrées dans un certain sens. On ne peut exagérer ici l'importance des modalités de l'application.

La seconde mesure envisagée a trait au niveau du coefficient de liquidité. Le relèvement du coefficient de 11 p.c. environ à 15 p.c. au moins, au cours de 1955-56, a eu un effet très sensible sur la restriction des crédits. L'arrangement entre la Banque du Canada et les banques à charte n'avait aucune base statutaire, mais les banques n'en ont pas moins respecté à la lettre l'entente qui avait été négociée. De novembre 1955 à juin 1956, les banques à charte ont donc accru rapidement leur portefeuille de bons du Trésor, alors même qu'elles vendaient des obligations. Il est évidemment difficile de savoir dans quelle mesure l'expansion du crédit aurait été plus considérable si les banques n'avaient pas accepté d'accroître leur portefeuille de bons du Trésor. On peut cependant estimer les crédits additionnels possibles à sûrement

plus d'un tiers du total réalisé. Il s'est agi, somme toute, d'une espèce de consolidation partielle de la dette publique.

Malheureusement, il semble bien que dans l'esprit des dirigeants de la Banque, la variation dans le portefeuille de bons du Trésor ait été un retour pur et simple à ce qu'on considérerait la normale, et non pas une mesure qu'on peut renverser, intensifier ou faire disparaître selon l'état de la conjoncture.

Il est bien possible que cette attitude passive ne puisse exister longtemps. La situation de l'économie canadienne la rend spécialement sensible aux mouvements internationaux de capitaux et dans la mesure où la recrudescence de la politique monétaire aux États-Unis et au Canada se poursuit, et le taux de change demeure flottant, les mouvements de capitaux vont s'accroître.

La stérilisation des capitaux à court terme entrant au Canada devra donc s'opérer d'une façon ou d'une autre, et avec d'autant plus de rigueur que la politique monétaire officielle fera apparaître des écarts entre les taux d'intérêt aux États-Unis et au Canada.

Une fois la politique monétaire réorganisée, il faudra sans doute en venir à donner à la Banque du Canada la possibilité d'obtenir les renseignements nécessaires à l'orientation du crédit. La Banque n'a actuellement aucun pouvoir statutaire dans ce domaine. Une orientation sélective des crédits ne sera pas vraiment praticable tant qu'elle ne les aura pas obtenus.

Résumons brièvement les remarques qui précèdent. Le retour à une politique monétaire imitée de l'étranger et dont le Canada n'a pas une expérience intime fait apparaître une série de défauts de structure dans l'appareil utilisé :

1 — Une discrimination involontaire dans la politique du crédit semble impossible à éviter sans des contrôles directs sur certains types de prêts.

2 — L'action des instruments classiques est faussée par les conditions actuelles du marché et il n'est pas assuré qu'en forçant la dose on obtienne le résultat désiré.

3 — De nouveaux outils et en particulier l'utilisation de coefficients flexibles par les banques peuvent du même coup accentuer l'efficacité globale de la politique monétaire et lui donner une autonomie, vis-à-vis l'étranger, dont l'absence risquerait fort de compromettre la politique économique intérieure.

4 — Si les mesures suggérées aident à limiter l'ampleur des fluctuations des taux d'intérêt, il sera plus facile à l'État d'opérer une consolidation de la dette en période d'expansion rapide et donc de bloquer une partie de l'offre de capitaux.

Ces conclusions ne sont évidemment applicables qu'à une période de croissance où accélérations et récessions sont d'amplitude restreinte.

Une crise générale forcerait le gouvernement à recourir à un autre arsenal de mesures et de principes. Cet éclectisme est d'ailleurs typique de la politique économique actuelle de nombreux pays. On a eu recours à la politique monétaire parce qu'on ne pouvait faire autrement. On la corrige et on la transforme parce que les résultats récents ne sont pas satisfaisants. Et on admet facilement que dans une conjoncture différente, il faudrait se fier à d'autres méthodes.

Est-il besoin de préciser que les économistes nagent dans la plus noire indécision et que la réputation des gouverneurs de banques centrales s'accroît en conséquence.

Jacques PARIZEAU,
*professeur à l'École des Hautes Études
commerciales (Montréal).*

