

# De la surévaluation du dollar canadien The Overvalued Canadian Dollar

Robert A. Mundell

Volume 67, Number 1, mars 1991

URI: <https://id.erudit.org/iderudit/602024ar>

DOI: <https://doi.org/10.7202/602024ar>

[See table of contents](#)

Publisher(s)

HEC Montréal

ISSN

0001-771X (print)

1710-3991 (digital)

[Explore this journal](#)

Cite this article

Mundell, R. A. (1991). De la surévaluation du dollar canadien. *L'Actualité économique*, 67(1), 5–36. <https://doi.org/10.7202/602024ar>

Article abstract

The Canadian dollar is presently (1990) overvalued. The Canadian authorities should let it depreciate promptly to a level of 78 to 80 US cents, and then keep it firmly within this range. The general case is based on modern monetary theory and history. Specific criticisms of the Bank of Canada's defense of flexible exchange rates complete the argument.

## DE LA SURÉVALUATION DU DOLLAR CANADIEN\*

Robert A. MUNDELL  
*Department of Economics*  
*Columbia University, New York*

RÉSUMÉ — Le dollar canadien est présentement (en 1990) surévalué. Les autorités canadiennes devraient le laisser se déprécier promptement à un niveau de 0,78 à 0,80 \$ÉU, puis s'engager fermement à le maintenir dans cet intervalle. La position qui est ainsi défendue s'appuie en général sur la théorie et l'histoire monétaires contemporaines, et en particulier sur une critique des arguments spécifiques de la Banque du Canada en faveur du régime actuel des taux de change flexibles.

ABSTRACT — *The Overvalued Canadian Dollar.* The Canadian dollar is presently (1990) overvalued. The Canadian authorities should let it depreciate promptly to a level of 78 to 80 US cents, and then keep it firmly within this range. The general case is based on modern monetary theory and history. Specific criticisms of the Bank of Canada's defense of flexible exchange rates complete the argument.

Depuis sa fondation, la Banque du Canada a dû faire face au défi de formuler une politique monétaire satisfaisante pour l'économie canadienne. Dans son dernier Rapport annuel, celui de l'année 1989, la Banque du Canada a essayé de faire le point sur la controverse qui entoure sa politique récente en définissant sa conception de la politique monétaire:

«La politique monétaire sert avant tout à régler le rythme de création de la monnaie. Elle est aussi un instrument de la politique économique des pouvoirs publics. À ce titre, elle doit être formulée de façon à contribuer le plus possible au bon fonctionnement de l'économie canadienne».

On ne peut certes être en désaccord avec une telle déclaration. La Banque poursuit:

«La contribution unique que la politique monétaire peut systématiquement apporter à la bonne tenue de l'économie est de veiller à ce que les Canadiens puissent disposer, dans la conduite de leurs affaires, d'une monnaie qui leur inspire confiance. Il est donc

---

\* Je suis redevable à la compétence de Raymond Théoret pour la préparation de la version française de cet article.

nécessaire de contenir l'expansion de la masse monétaire pour que la monnaie conserve sa valeur, c'est-à-dire son pouvoir d'achat.»

La monnaie était jadis convertible en l'un ou l'autre des métaux précieux, de telle sorte que les fluctuations du niveau des prix étaient reliées à la valeur de l'or ou de l'argent. Mais parce que ces deux métaux étaient détenus par un grand nombre d'individus et de gouvernements à travers le monde entier, il en résultait des changements annuels relativement faibles dans leur offre et leur demande en regard de leur stock: la valeur de ces métaux — et particulièrement celle de l'or après 1870 — était relativement stable à long terme. Jusqu'en 1971, la plupart des pays ont cherché à stabiliser la valeur de leur monnaie en rattachant leur taux de change à une grande monnaie — le dollar à partir de 1945 — qui était convertible en or. Après la chute du régime de l'étalon de change-or en 1971, plusieurs des grands pays sont passés par une phase d'expérimentation où chacun tentait de maîtriser l'inflation par ses propres moyens. Ces expériences connurent peu de succès. La plupart des pays connurent des taux d'inflation plus élevés et plus instables que sous le régime de Bretton Woods. Les mouvements des taux de change s'amplifièrent. En réaction au système des devises nationales non convertibles et à l'hégémonie d'un dollar générateur d'inflation, les pays européens mirent sur pied leur propre système de change basé sur l'ECU, sous l'égide du «Système monétaire européen». Il n'y a jusqu'ici aucun petit pays qui ait pu maintenir la stabilité des prix avec une monnaie fiduciaire non convertible<sup>1</sup>.

#### Le Rapport annuel poursuit:

«Cette nécessité tient au fait que la monnaie est le fondement de notre économie, en d'autres termes, elle joue un rôle capital dans le fonctionnement de notre économie. Il est clair qu'une économie fondée sur la monnaie fonctionnera mieux si les agents économiques gardent confiance dans la monnaie qu'ils utilisent pour consommer, épargner ou investir.»

Cela est certainement vrai. Le Rapport essaie ensuite d'expliquer la tentation d'instaurer une politique monétaire inflationniste en raison des délais entre les bénéfices et les coûts de l'inflation:

«S'il est difficile de réaliser la stabilité de la masse monétaire, autrement dit la stabilité des prix, c'est en partie parce que l'accélération du rythme de création de la monnaie représente, à première vue, un moyen inoffensif d'engendrer le surcroît de revenus et de dépenses que souhaitent toujours ardemment les agents économiques. Les politiques monétaires inflationnistes paraissent inoffensives parce que le tort qu'elles causent au tissu économique tend à se manifester à retardement, et là encore de façon généralement insidieuse plutôt que brutale. Aucun particulier ni aucun groupe ne peut être désigné comme le coupable, sauf bien sûr *a posteriori* les autorités monétaires.»

---

1. En utilisant ce critère, un régime fondé sur l'or (ou à la rigueur, sur le yen, le mark ou le dollar) serait grandement préférable à un régime fondé sur une monnaie de papier à long terme. Durant de longues périodes sous l'étalon-or au dix-neuvième siècle, l'or s'est apprécié et les prix des produits de base ont diminué, ce qui a engendré une très grande confiance dans l'or. Mais la politique monétaire actuelle de la Banque du Canada a créé l'attente, comme cela ressort des marchés à terme, que le dollar canadien va se déprécier.

La plupart des périodes de forte inflation au Canada furent cependant des créations délibérées de la Banque du Canada. À titre d'exemple, de la fin de 1945 à la fin de 1948, l'indice canadien des prix a crû de 50% parce que Graham Towers, alors gouverneur de la Banque du Canada, pensait qu'il était plus important de stabiliser le cours des obligations que de stabiliser le niveau des prix<sup>2</sup>. Les inflations les plus sérieuses résultent cependant de la monétisation des déficits budgétaires du gouvernement. Bien que les périodes de fortes inflations aient toujours été accompagnées d'accroissements marqués de la masse monétaire, le motif de l'activation de la planche à billets est presque toujours la taxe par l'inflation.

En raison de l'incertitude qui entoure le mécanisme de transmission de la politique monétaire, la Banque du Canada reconnaît que la politique monétaire repose en partie sur le jugement,

«La mise en œuvre de la politique monétaire appelle évidemment une foule de décisions. Il faut établir quelle est la meilleure manière de déterminer si la politique monétaire est sur la bonne voie, par quelles courroies de transmission elle agit sur les marchés financiers et l'économie, et quelles interactions il pourrait y avoir entre elle et d'autres politiques économiques suivies au Canada et à l'étranger; il y a là matière à analyse et discussion. La Banque du Canada participe, par divers canaux, à l'indispensable échange d'information et d'idées dans ce domaine, et, comme le veut la tradition, le présent rapport traite des aspects particulièrement marquants de l'évolution enregistrée au cours de la dernière année.»

#### L'OBJECTIF DE LA STABILITÉ DES PRIX

La Banque du Canada recourt maintenant à un seul critère pour évaluer la justesse de sa politique monétaire:

«Cependant, je tiens à souligner, avant d'aller plus loin, que c'est par le maintien de la valeur de la monnaie que la politique monétaire peut véritablement et de façon durable contribuer à la bonne tenue de l'économie. Aussi est-il essentiel de ne pas perdre de vue cet objectif lorsque l'on porte des jugements sur le bien-fondé de certaines mesures de politique monétaire.»

La Banque fait état de l'impératif absolu de préserver la «valeur de la monnaie», présument de maintenir constant la valeur d'un indice de prix. Mais ne serait-il pas plus important que la politique monétaire se donne pour objectif de maximiser un indice de bien-être économique? Un haut niveau d'emploi, une croissance économique rapide et l'équilibre des échanges extérieurs sont tous des composantes du bien-être économique. Certes, à long terme, une masse monétaire stable peut contribuer pour beaucoup à la réalisation de ces objectifs. Mais il ne s'ensuit pas que

---

2. Le Canada a aussi maintenu un taux de change fixe avec contrôle des changes, créant ainsi un conflit insoluble entre le taux de change et la politique de taux d'intérêt. Mais à la décharge du gouverneur Towers, on doit avouer que la politique américaine était elle-même mauvaise et la politique britannique, pire encore. Il faut aussi noter que la responsabilité ultime de la politique repose sur les autorités politiques en général, et sur le ministre des Finances et le Premier ministre en particulier. Dans cet essai, mes critiques s'adresseront toujours, peut-être injustement, à la Banque du Canada même si cette institution n'est qu'une filiale du gouvernement (tout en demeurant néanmoins l'un de ses porte-parole).

le bien-être économique sera maximisé si l'on ignore les effets à court terme de la politique monétaire sur la production et l'emploi. Toutes choses égales, la croissance de la production et de l'emploi contribue elle aussi à la stabilité des prix. La monnaie est elle-même un facteur de production et une augmentation de la valeur réelle des encaisses relativement aux autres facteurs fait augmenter l'efficacité marginale du capital et du travail.

De l'avis de la Banque du Canada, il ne faut pas accorder d'attention aux autres objectifs de la politique monétaire s'ils entrent en conflit avec sa fonction d'utilité lexicographique<sup>3</sup>, qui se concentre sur l'objectif d'inflation zéro. Bien qu'un niveau élevé d'emploi, une croissance économique rapide et la compétitivité économique soient en eux-mêmes désirables, ces objectifs ne sauraient être poursuivis s'ils entrent le moins en conflit avec l'objectif d'inflation zéro!

La fin poursuivie par la Banque est-elle crédible? Jusqu'à quel point et sous quel régime de change la Banque a-t-elle réussi à satisfaire son objectif dans le passé? Jusqu'à quel point d'autres pays ont-ils eux-mêmes réussi à atteindre la stabilité des prix sous divers régimes?

Si l'on utilise comme critère un taux d'inflation nul, la Banque du Canada a toujours échoué sauf pendant la période où l'économie mondiale était en régime de taux de change fixes. Pendant les vingt années allant de 1950 à 1970, alors que le système de Bretton Woods était en vigueur, l'indice canadien des prix à la consommation (l'IPC) ne s'est accru que de 63,1%, ce qui représente un taux d'inflation annuel moyen de moins de 2%, cela même si la période inclut l'inflation de la guerre de Corée, la dévaluation du dollar canadien au début des années 60 et la plus grande partie de l'inflation induite par la guerre du Vietnam. Par contraste, pendant les dix-neuf ans allant de 1970 à 1989, l'indice des prix s'est accru de 275%! Et de 1982 jusqu'à la fin de 1989, la hausse de l'indice des prix atteignait 38,9%. Même de 1984 à la fin de 1989, la croissance du niveau des prix fut de 25,8%. Il est donc évident que, si on la juge par le critère que la Banque s'est elle-même imposé, la stabilité des prix, la politique monétaire canadienne a été un échec lamentable depuis 1970.

Le Canada n'est pas le seul pays qui n'ait pas réussi à établir la stabilité des prix. Aucun pays dans le monde ne s'est approché de cet objectif depuis 1950. Plusieurs ont même sombré dans l'hyperinflation et ont dû se plier à des réformes monétaires. Le Groupe des Sept fait partie des pays qui ont fait montre de la plus grande stabilité au plan de l'inflation. Mais un coup d'œil au tableau I révèle que, depuis 1950, l'indice des prix n'a pas moins que triplé dans le pays «le plus stable», soit l'Allemagne. Il a été multiplié par 16 en Italie.

La première période, celle qui s'étire de 1950 à 1970, correspond en gros à l'ère du système de Bretton Woods, alors que la masse monétaire mondiale était fondée

---

3. Une fonction d'utilité lexicographique se représente dans l'espace des coordonnées par des points plutôt que par des courbes d'indifférence. Cela implique que certaines priorités absolues doivent obligatoirement être satisfaites.

TABLEAU 1  
L'INFLATION DANS LE GROUPE DES SEPT

	États- Unis	Grande- Bretagne	Italie	Canada	France	Alle- magne	Japon
1970/1950	161,2	206,3	194,4	163,1	255,6	155,6	258,0
1988/1970	304,4	577,6	832,1	350,2	430,0	200,8	274,8
1988/1950	490,6	1 191,6	1 618,1	571,2	1 099,0	312,3	709,1

SOURCE: Calculs tirés de FMI, *Statistiques financières internationales, Annuaire 1989*.

sur les réserves internationales et que le dollar américain reposait sur l'or. Les taux d'inflation américain, canadien et allemand furent alors d'égale ampleur<sup>4</sup>: moins de 2% en rythme annuel moyen<sup>5</sup>. Bien que l'accroissement des prix fût excessif en regard du critère de l'inflation zéro, cette période n'en est pas moins marquée de la meilleure performance au plan de l'inflation depuis le régime de l'étalon-or du dix-neuvième siècle.

La seconde période, un peu plus courte, de 1970 à 1988 correspond à une époque de monétarisme national<sup>6</sup>, qui a vu les pays adopter des taux de change flexibles et tenter de contenir l'inflation par leurs propres moyens. La différence majeure entre les deux périodes est qu'en régime de taux de change fixes, les pays combattaient

4. Le dollar américain valait 4,2 DM en 1950. Cette parité fut abaissée à 4 DM le 6 mars 1961 puis à 3,66 DM en 1969, niveau auquel il demeura jusqu'à la fin de 1970. L'appréciation du mark explique en partie la meilleure tenue des prix en Allemagne qu'aux États-Unis.

5. Les moins bonnes performances de la France et de la Grande-Bretagne au plan de l'inflation correspondent à des dévaluations de leur monnaie par rapport au dollar américain. En Italie et au Japon, la contre-performance s'explique par la sous-évaluation de la lire et du yen.

6. Le monétarisme national, qui doit être distingué du monétarisme global, consiste pour chaque pays à fixer le taux d'expansion de la masse monétaire selon une définition particulière (réserves et dépôts à vue ou une définition plus extensive) et selon une formule prédéterminée, qui est basée sur le taux de croissance historique de la production d'un pays, l'élasticité-revenu de sa demande de monnaie et une appréciation des innovations financières (par exemple, les changements dans les substituts proches de la monnaie tels que les cartes de crédit, les monnaies étrangères, etc.)

Le monétarisme global, quant à lui, met l'accent sur le contrôle de la quantité globale d'une mesure quelconque de la masse monétaire internationale, chaque pays assujettissant sa devise à cette mesure. Le bimétallisme et l'étalon-or sont des exemples de monétarisme global, tout comme le régime de Bretton Woods (qui faisait appel au dollar et à l'or). Tant et aussi longtemps que les pays maintiennent leurs taux de change fixes par rapport à la monnaie internationale, leurs taux d'inflation ne peuvent guère diverger. Et tant et aussi longtemps que la monnaie internationale croît au rythme approprié, l'économie mondiale n'enregistrera pas de fluctuations prononcées des prix. L'étalon bimétallique du début du dix-neuvième siècle fut légèrement déflationniste jusqu'en 1850, alors que les découvertes d'or inaugurèrent deux

l'inflation par le contrôle des réserves internationales et la coordination monétaire internationale<sup>7</sup>, alors qu'en régime de taux de change flexibles, chaque pays essaie de contrôler l'inflation de son propre chef. Le résultat fut bien pire que celui atteint durant la période de Bretton Woods. Pour tous les pays, l'accroissement des prix de 1970 à 1988 fut supérieur à celui de la période antérieure, de 1950 à 1970. En Allemagne, le pays qui a enregistré la meilleure performance, le taux d'inflation a doublé; au Japon, il a presque triplé; aux États-Unis, il a plus que triplé; au Canada, l'indice a été multiplié par 3,5; en France, par plus de quatre; en Grande-Bretagne, par presque six; en Italie, par plus de huit. Ces pays, qui dominent l'économie mondiale, ont connu une performance affreuse au plan de l'inflation après avoir adopté des politiques basées sur la fixation du taux de croissance monétaire et la flexibilité du taux de change<sup>8</sup>.

Pendant la période des taux de change flottants, la performance du Canada au plan de l'inflation a été inférieure à celle des États-Unis, ce qui a entraîné une dépréciation du dollar canadien<sup>9</sup>. Si le Canada avait maintenu son dollar plus ou

---

décennies d'inflation modérée. On passa par la suite au monométallisme-or, avec deux décennies de déflation auxquelles firent suite deux décennies d'inflation modérée après que la marée d'or en provenance de l'Afrique du Sud se soit introduite dans le système monétaire international.

Ni le monétarisme global pur ni le monétarisme national ne caractérisent le monde aujourd'hui. La configuration actuelle peut être visualisée comme un système de zones plus ou moins optimales. Il est rare qu'un petit pays choisisse une monnaie indépendante avec taux de change flexible. La plupart ont choisi de se joindre au bloc «dollar» ou au bloc européen, ou de rattacher leur devise à un panier neutre d'autres devises, tel que les DTS ou un autre panier apte à satisfaire les préférences nationales. Les principaux pays indépendants qui ont des taux de change flexibles sont le Japon, la Grande-Bretagne, la Suisse et le Canada. Depuis l'Accord du Louvre en février 1987, les pays du Groupe des Sept ont tenté de maintenir des taux de change relativement fixes. Le taux de change-clef du dollar américain en yens est présentement (avril 1990) à peu près égal (160 yens contre 1\$) au niveau de référence décidé à l'Accord du Louvre.

7. Si les réserves dans une zone monétaire de deux pays ou plus croissent au même rythme que la demande de monnaie, l'équilibre monétaire s'établira à un taux nul d'inflation. Cela ne signifie pas que la croissance de la masse monétaire soit la même dans chaque pays ou même qu'elle soit positive. À titre d'exemple, un pays peut connaître une croissance lente et même négative et, par conséquent, acquérir de nouvelles réserves internationales très lentement, voir même en perdre (cas d'un déficit de balance des paiements). En dépit d'une croissance lente ou négative de la masse monétaire dans un pays et d'une croissance élevée dans d'autres pays, le taux d'inflation moyen sera nul dans chacun des pays.

8. Des taux de change fixes ne sont certes pas une condition suffisante pour stopper l'inflation, parce que tous les pays peuvent subir un taux commun d'inflation. Il est en plus nécessaire de trouver un point d'ancrage pour la masse monétaire mondiale. Sous le régime de l'étalon-or, la parité de la monnaie de chaque pays était définie en termes de l'or; sous les régimes de l'étalon de change-or de la période de l'entre-deux guerres et de Bretton Woods, les parités des devises étaient en termes de l'une ou l'autre des principales devises, qui elles-mêmes étaient reliées à l'or.

9. La dépréciation cause-t-elle l'inflation ou l'inflation cause-t-elle la dépréciation? Une explication traditionnelle va de l'augmentation de la masse monétaire à l'inflation, puis à la hausse des salaires et à la dépréciation. Cependant, on peut avoir le déroulement inverse en régime de taux de change flexibles. Si la spéculation ou les flux monétaires provoquent une dépréciation de la monnaie, les coûts et les prix peuvent augmenter. Il s'ensuit des hausses salariales que la banque centrale est susceptible de ratifier en augmentant la masse monétaire. Cet «effet de cliquet» et d'autres formes d'hystérésis peuvent s'avérer sources d'inflation à long terme.

moins à parité avec le dollar américain, le taux d'inflation canadien aurait été plus faible et, par conséquent, le pouvoir d'achat du dollar canadien, plus élevé. Les taux de change flexibles ont donc tourné au désavantage de la stabilité du dollar canadien.

#### UN DOLLAR CANADIEN SURÉVALUÉ

Au cours des deux dernières années, le dollar canadien s'est apprécié par rapport au dollar américain et à la quasi-totalité des autres devises. Cette vigueur du dollar canadien a soulevé les salaires réels au Canada en termes des autres monnaies, a fait augmenter le taux de change réel et a réduit sérieusement la rentabilité et la compétitivité des industries canadiennes. Cette politique est survenue au moment où l'accord de libre-échange est jugé pour sa capacité de créer autant d'emplois dans les secteurs en expansion que d'en supprimer dans les secteurs en recul. La pertinence de la politique monétaire canadienne a été, pour cette raison, remise en question.

La Banque du Canada n'est pas sans reconnaître les critiques qui sont adressées à sa politique de taux de change:

«De tous les aspects propres à la politique monétaire, c'est peut-être la relation entre les mesures prises par la Banque du Canada et le taux de change qui a le plus retenu l'attention et suscité le plus de critiques l'année dernière...»

«...même si le taux tendanciel d'inflation s'est accéléré au Canada ces deux dernières années, les prix des importations, qui représentent environ le quart de la dépense globale au Canada, sont en fait légèrement plus bas qu'ils ne l'étaient il y a deux ans. La baisse des prix à l'importation est dans une très large mesure imputable à l'appréciation que le dollar canadien a enregistrée ces dernières années...» (p.9)

Par conséquent, simple question d'arithmétique, si le dollar canadien ne s'était pas apprécié, l'inflation aurait été plus élevée au pays. La politique d'appréciation découle naturellement des taux de change flexibles:

«Le Canada est doté d'un régime de taux de change flottants. Cela revient à dire que la valeur de notre monnaie sur les marchés internationaux varie en fonction de l'évolution de l'offre et de la demande dont le dollar canadien fait l'objet. Les critiques adressées à la Banque du Canada en 1989, particulièrement par les exportateurs, semblaient refléter en grande partie l'opinion que, étant donné notre régime de taux de change, la politique monétaire a eu un effet inopportun sur notre monnaie en la laissant s'apprécier considérablement. C'est de ce point de vue que je désire examiner ce que le régime de taux flottants implique et ce qu'il n'implique pas pour la politique monétaire, d'abord d'une façon générale, puis à la lumière des conditions propres à l'année dernière.»

Le Rapport annuel admet par la suite que, bien que d'autres facteurs influent sur le taux de change:

«la politique monétaire exerce son action nécessaire sur la dépense globale en termes nominaux, et, par conséquent, sur l'intensité générale des pressions inflationnistes.» (p.10)



## L'ARGUMENT DES TERMES DE L'ÉCHANGE EN FAVEUR DE L'APPRÉCIATION

La Banque du Canada soutient que, sous un régime de taux de change flexibles, le taux de change doit suivre le même mouvement que les termes de l'échange et qu'il agit alors à titre d'amortisseur de chocs:

«L'évolution de nos termes de l'échange, c'est-à-dire les prix que nous recevons en moyenne pour nos exportations sur les marchés mondiaux par rapport à ceux que nous payons pour nos importations, est un autre facteur qui, au fil des ans, a influencé le comportement du dollar canadien. Comme le Canada est un important producteur de matières industrielles et de biens agricoles, dont les cours mondiaux sont sujets à des mouvements de forte amplitude et de longue durée, il va de soi que ses termes de l'échange fluctuent considérablement. Ces derniers ont reculé d'environ 10% dans la première partie des années 80 avant d'afficher un redressement tout aussi marqué en 1987 et 1988. Ce redressement a été un élément déterminant de l'appréciation qu'a connue le dollar canadien pendant cette période. Par ailleurs, les mouvements du taux de change attribuables aux variations des termes de l'échange agissent un peu à la manière d'un tampon. Ils contribuent à répartir sur l'ensemble de l'économie l'incidence d'une modification des termes de l'échange, comme l'explique une autre section du Rapport.»

On pouvait autrefois arguer que le Canada était très vulnérable aux fluctuations de ses termes de l'échange, mais ce n'est plus le cas. Au contraire, le Canada est maintenant une économie plus équilibrée et diversifiée que ses principaux partenaires commerciaux. À titre d'exportateur de produits de base, de pétrole et de

Pays	Changement cumulatif (en pourcentage) des termes de l'échange
Pays-Bas	42,0
Suède	64,6
Canada	73,6
France	79,5
États-Unis	82,5
Grande-Bretagne	83,8
Italie	99,2
Suisse	100,5
Allemagne	110,5
Australie	174,8
Japon	193,3
Inde	198,7
Nouvelle-Zélande	208,7
Malaisie	264,8

produits manufacturés, le Canada a été l'un des pays qui ont le moins souffert de changements dans les termes de l'échange. Le tableau précédent révèle les fluctuations des termes de l'échange dans quelques pays en cumulant les valeurs absolues des changements annuels des termes de l'échange en pourcentage pour la période 1960-1988<sup>10</sup>.

Le Canada est un pays multi-régional. Certaines de ses régions sont orientées vers la productivité et l'exportation de matières premières alors que d'autres sont industrialisées. Les termes de l'échange internes du Canada sont plus instables que ses termes de l'échange internationaux parce que les prix des exportations des différentes régions fluctuent souvent dans des directions opposées. Quand les termes de l'échange internes se modifient, la Banque du Canada doit agir à titre d'arbitre, en soupesant les besoins des diverses régions. Cela donne toujours lieu à des problèmes politiques. Ce dont la Banque a besoin ici est un critère transparent, reconnaissable et équitable pour pouvoir trancher. Or, tant et aussi longtemps que l'indice des prix américain croît moins vite que l'indice canadien correspondant, le mieux est encore de maintenir le taux de change du dollar canadien stable.

C'est un erreur de recourir à la politique monétaire pour ajuster le taux de change en réaction à une modification des termes de l'échange. Pendant toute la période de Bretton Woods, les taux de change étaient fixes entre les grands pays (à part quelques exceptions), indépendamment des changements dans les termes de l'échange<sup>11</sup>. Et pendant toute la période de l'étalon-or, les changements dans les termes de l'échange ne furent accompagnés d'aucune modification de taux de change. Il y a souvent des changements intersectoriels importants dans les termes de l'échange à l'intérieur d'une même zone monétaire et il ne paraît pas approprié pour autant de créer des zones monétaires régionales en mettant sur pied des banques centrales régionales.

#### LES ZONES MONÉTAIRES OPTIMALES DE DEVICES AU CANADA

Si l'argument théorique de la Banque du Canada en faveur des fluctuations du taux de change face aux changements dans les termes de l'échange était juste, il serait également vrai pour les régions et les provinces à l'intérieur du Canada. Considérons deux provinces: la Colombie Britannique, un exportateur de produits forestiers, et l'Alberta, un exportateur de produits pétroliers. Supposons que le prix des produits forestiers augmente relativement au prix des produits pétroliers sur les marchés nord-américains<sup>12</sup>, de sorte que les termes de l'échange de la Colombie Britannique s'améliorent par rapport à ceux de l'Alberta. Il convient maintenant

---

10. Source: FMI, *Statistiques financières internationales, Annuaire*, 1989.

11. Certains prétendent que la chute du système de Bretton Woods est la preuve qu'un régime de taux de change fixes ne peut fonctionner. Mais cette chute fut causée par une tarification erronée de l'or à la suite de l'inflation qui a suivi la Deuxième Guerre mondiale et n'était nullement due à des ratés dans le mécanisme de fonctionnement du système des taux de change fixes.

12. Pour simplifier, je fais abstraction des interactions entre le Canada et les États-Unis, d'une part, et le reste du monde, d'autre part.

d'étudier le mécanisme d'ajustement à la lumière de trois hypothèses distinctes: 1) une seule monnaie pour l'ensemble de l'Amérique du Nord; 2) des taux de change à peu près fixes; 3) des taux de change flexibles.

Une monnaie nord-américaine unique serait la solution la meilleure et la plus sage dans un monde apolitique et libre de contraintes au mouvement des biens et des facteurs<sup>13</sup>. L'augmentation du prix du bois et la diminution du prix du pétrole accroîtront le revenu monétaire (et réel) en Colombie Britannique et retrancheront au revenu monétaire (et réel) de l'Alberta. Un flux monétaire entrera en Colombie Britannique et sortira de l'Alberta jusqu'à ce que les besoins monétaires compatibles avec les niveaux de revenus réels soient satisfaits<sup>14</sup>.

Si la Colombie Britannique, l'Alberta, le reste du Canada et les États-Unis avaient des monnaies séparées, le résultat dépendrait du système de taux de change, fixes ou flexibles qui serait adopté. Supposons, dans un premier temps que les États-Unis poursuivent une politique non inflationniste indépendamment. Si les parités des trois autres devises étaient fixées en termes du dollar américain, les politiques monétaires des trois autres zones monétaires devraient s'adapter à l'état de leurs balances des paiements. Si le prix du bois augmente et que le prix du pétrole diminue, la Colombie Britannique jouira d'un surplus de sa balance des paiements et l'Alberta fera face à un déficit, puisque la demande de monnaie augmente en Colombie Britannique et diminue en Alberta. Le nouvel équilibre sera le même que sous le régime de monnaie unique<sup>15</sup>.

Envisageons maintenant la situation où l'une des monnaies fluctue, disons le dollar de la Colombie Britannique. La flexibilité du taux de change ouvre la voie à une politique monétaire indépendante. Faisons alors l'hypothèse que la Colombie Britannique décide de stabiliser sa masse monétaire. Dans pareil cas, le dollar de la Colombie Britannique s'appréciera jusqu'à ce que la baisse du niveau des prix soit suffisante pour satisfaire la demande réelle accrue de monnaie (qui est causée par l'accroissement du revenu réel et des termes de l'échange). Si en régime de monnaie commune ou de taux de change fixes, la masse monétaire de la Colombie Britan-

---

13. Voir l'argumentation dans le texte «Optimum Currency Areas» (Mundell, 1961) et dans la littérature qui a suivi. Cependant, l'optimalité s'avère difficile à démontrer. Sous quelles conditions est-il désirable que différentes régions ou divers groupes de personnes partagent un même taux d'inflation qui serait imposé par une monnaie commune ou une zone de taux de change fixes? En tenant compte des coûts de transactions, on est amené par le simple bon sens à conclure à l'efficacité de niveaux de prix stables et, partant, à l'avantage que procure une zone monétaire assez grande engagée à stabiliser les prix. La réponse semble reposer sur la volonté politique et l'existence d'un contrat social.

14. Dans une zone monétaire donnée ou de façon équivalente, dans une zone de taux de change complètement fixes, la répartition intérieure de la monnaie obéit à la loi de Locke-Cantillon-Hume-Ricardo ayant trait à la répartition des métaux précieux. Pour une analyse récente de ses conséquences, voir Mundell (1989, 1990).

15. L'analogie entre des régions qui font partie d'une même zone monétaire et des pays qui ont des monnaies individuelles dont les taux de change sont fixes est exacte (à moins de changements au chapitre de la distribution du seigneurage) si la politique monétaire est prédéterminée par l'engagement à intervenir sur le marché des changes pour éviter tout changement des taux de change au comptant ou à terme. Le théorème de la parité des taux d'intérêt assure alors que les taux d'intérêt seront identiques (sauf pour les différences de taux d'imposition) dans les deux pays.

nique avait dû s'accroître de 10% alors, dans la situation considérée (avec masse monétaire fixée et taux de change flexible), la monnaie de la Colombie Britannique aurait augmenté également de 10%. Dans un régime de monnaie commune, le niveau des prix serait demeuré fixe, mais, dans le cas où la Banque du Canada adopte le régime qui vient d'être décrit, le niveau des prix aurait diminué<sup>16</sup>.

Supposons maintenant que le dollar de l'Alberta soit lui-même flexible et cette dernière, à l'instar de la Colombie Britannique, poursuive une politique de stabilisation de sa masse monétaire<sup>17</sup>. En raison de la chute du prix du pétrole, et de la détérioration corrélative de ses termes de l'échange, la demande de monnaie diminue en Alberta, ce qui crée un excédent d'offre de monnaie et une dépréciation de son taux de change. Sous un régime de monnaie commune, l'effet d'une baisse du prix du pétrole aurait été neutralisé par une hausse du prix du bois. Mais, en régime de taux de change flexibles, l'Alberta est confrontée à l'inflation. L'augmentation des prix des biens importés n'est plus neutralisée par une diminution des prix à l'exportation. Conformément à la doctrine de la Banque du Canada, qui veut que les variations de taux de change compensent les mouvements des termes de l'échange, la Colombie Britannique va subir une déflation et l'Alberta, une inflation.

Les dommages causés par un régime de taux de change flexibles accompagné d'une masse monétaire constante ne s'arrêtent pas à une situation d'inflation en Alberta et de déflation en Colombie Britannique. Il en serait ainsi dans le seul cas où il n'existerait aucun lien financier entre ces deux provinces et le reste du monde. Dans la réalité, l'incertitude sur l'évolution des taux de change donne lieu à des systèmes financiers complètement séparés, où des écarts de taux d'intérêt et des primes et des escomptes sur les taux de change à terme reflètent les éléments spéculatifs qui apparaissent. La spéculation et l'incertitude sur le cours véritable de la politique monétaire vont occasionner des changements subits de taux d'intérêt, ce qui perturbera les marchés financiers, les plans d'assurance, les paiements différés et les anticipations sur la valeur future des engagements existants.

Les dollars de la Colombie Britannique et de l'Alberta perdent en négociabilité et en liquidité et deviennent le jouet des décisions des trésoriers corporatifs et des spéculateurs privés. Plus la zone monétaire est restreinte, plus elle est vulnérable aux chocs extérieurs<sup>18</sup>. Tout comme un étang sera plus perturbé par une grosse roche qu'un océan immense, les petites zones monétaires deviennent la proie des

---

16. Le régime de monnaie commune permet la stabilité des prix en dépit de l'accroissement de la masse monétaire en Colombie Britannique parce que la hausse du prix du bois est compensée par la baisse du prix du pétrole.

17. Il est sans doute superflu de mentionner qu'en pratique on parle surtout de stabiliser la dérivée logarithmique temporelle de la monnaie. Mais cela ne donne lieu à aucune différence dans l'argumentation.

18. De façon plus formelle, la valeur absolue de la pente de la demande de monnaie en fonction du coût de détention (taux d'intérêt, etc.) est proportionnelle à la richesse (ou une autre mesure d'échelle), de telle sorte que, dans un petit pays, une perturbation extérieure donnée altère l'utilité marginale deux fois plus que dans un pays qui est deux fois plus grand. À la limite, quand la taille du pays tend vers l'infini, l'utilité marginale de la monnaie accède au nirvana de Marshall, puisqu'elle devient constante. J'ai abordé quelques-uns de ces points dans Mundell (1972).

vicissitudes de changements spontanés d'offre et de demande qui causent des changements relatifs de prix<sup>19</sup>. Les fluctuations des monnaies ne font que compliquer le problème de l'ajustement. Les dollars flexibles de l'Alberta et de la Colombie Britannique oscilleraient fortement s'ils n'étaient pas contrôlés. Il en résulterait une telle incertitude que les syndicats décideraient de libeller leurs contrats dans une monnaie étrangère stable et que les obligations à long terme émises par les deux provinces devraient être aussi libellées dans une monnaie étrangère. Arrivée à ce point, la monnaie domestique perd les propriétés d'une véritable monnaie. Les deux provinces seraient rapidement forcées de rattacher leurs monnaies à une monnaie étrangère stable.

Mais à quelle devise? Est-ce que l'Alberta et la Colombie Britannique doivent rattacher leur devise au reste du Canada (RDC) ou au dollar américain? Les questions politiques mises à part, il est plus efficace pour la Colombie Britannique ou l'Alberta de rattacher leurs dollars respectifs au dollar américain ou à la monnaie du RDC<sup>20</sup>. Comment ce choix affectera-t-il la stabilité de l'économie de la Colombie Britannique ou l'Alberta? Il y a trois critères, en partie reliés, auxquels il faut faire appel pour répondre à cette question<sup>21</sup>. Premièrement, quelle monnaie extérieure présente la meilleure performance sur le plan de la stabilité des prix à long terme? L'importance de cette considération lui vient du fait que la zone monétaire choisie déterminera le taux d'inflation moyen de la province qui s'y joint. Deuxièmement, quelle est la zone monétaire qui aura le taux d'inflation le plus stable et le plus prévisible? Un taux d'inflation bas, mais instable, peut être moins satisfaisant qu'un taux d'inflation plus élevé mais stable. Troisièmement, quelle est la zone monétaire qui sera la moins vulnérable aux chocs extérieurs?

Chacun de ces trois critères paraît favoriser le dollar américain aux dépens du dollar du RDC. Les États-Unis ont une meilleure performance que le Canada au plan de l'inflation, et à long terme et dans le passé récent. Le taux d'inflation américain a également une variance moindre que son homologue canadien. Et selon le troisième critère, le dollar américain sort indiscutablement gagnant. Avec une arme

---

19. On suppose ici que le taux d'inflation dans la zone monétaire étrangère est acceptable (la zone dollar inclut les quelque 60 pays qui font partie du bloc dollar), ou du moins inférieur à celui de chacune des provinces à long terme. À taux d'inflation égaux, il est toujours préférable de faire partie d'une grande zone monétaire (sa dimension étant mesurée par la valeur des transactions), parce que la petite zone jouit alors des propriétés de négociabilité et de liquidité de la grande zone. Le Panama, un très petit pays, peut rattacher son balboa métallique au dollar américain et s'assurer ainsi que le balboa a toutes les propriétés du dollar américain, y compris des taux d'intérêt équivalents, après les ajustements habituels. Le critère de négociabilité favorise toujours la zone monétaire plus grande, mais l'avantage peut être atténué par toute expérience inflationniste défavorable à long terme. Toutefois, le dollar américain s'est de loin avéré la monnaie la plus stable au vingtième siècle.

20. L'importance d'une monnaie est déterminée par l'amplitude des transactions, qui peut généralement être estimée comme un multiple donné du PNB.

21. Le concept d'optimalité que nous utilisons ici a trait à la stabilité du niveau des prix. Si des considérations d'emploi de type keynésien étaient dominantes, le critère devrait tenir compte de la mobilité des facteurs.

de transactions douze fois plus grande que celle de la zone du RDC<sup>22</sup>, la zone du dollar américain résistera douze fois mieux aux chocs que la zone du RDC. Si elles avaient des devises individuelles, les provinces canadiennes connaîtraient une meilleure performance en rattachant leur devise au dollar américain qu'en se regroupant pour adopter une monnaie nationale commune qui fluctue vis-à-vis du dollar. C'est seulement dans le cas où le dollar du RDC serait fixé rigidement au dollar américain qu'il en sortirait comme une alternative viable, mais encore là de second rang. Ce qui est bon pour chaque province prise individuellement l'est aussi pour le Canada dans son ensemble<sup>23</sup>.

John Stuart Mill a déjà écrit au sujet d'un nationalisme reposant sur la monnaie:

«Il reste tant de barbarie entre les nations que chacune essaie d'afficher sa supériorité nationale en choisissant de se donner une monnaie propre.»

Il est peu probable que le Canada abandonne une expression aussi importante de son nationalisme que sa monnaie nationale. Car, au vingtième siècle, celle-ci a été un porte-drapeau de la souveraineté tout aussi indispensable que le Canadien Pacifique l'avait été au dix-neuvième. Le coût du nationalisme peut cependant être abaissé, en rattachant la monnaie nationale à une zone plus grande de façon à jouir de ses avantages monétaires plus importants.

#### LES CHANGEMENTS DANS LES TERMES DE L'ÉCHANGE PENDANT LES ANNÉES 70

Quand l'amélioration faramineuse des termes de l'échange des pays membres de l'OPEP s'est produite dans les années 70, très peu d'entre eux ont réagi en laissant leur monnaie s'apprécier. Ils ont plutôt décidé de permettre à leurs prix d'exportation d'augmenter, tout en stabilisant leurs taux de change constants<sup>24</sup>. Qu'un petit pays

22. Il est probable que le degré de résistance aux chocs soit plus que proportionnel au niveau de transactions de la zone. Voir l'analyse dans Mundell (1970) à l'occasion de la Conférence sur les zones monétaires optimales à Madrid, dont les comptes rendus sont publiés dans Johnson et Swoboda (1973).

23. La littérature sur les zones monétaires optimales qui remonte à Mundell (1961), considère différents critères pour déterminer les blocs de monnaie qui doivent se former pour réaliser divers objectifs spécifiques. Mon critère initial définissait les régions en prenant comme point de référence la mobilité des facteurs, à la condition que ces régions soient de dimensions assez importantes pour préserver l'«illusion monétaire» et résister au monopole. McKinnon a mis l'accent sur l'illusion monétaire; Kenen, sur la diversification; Haberler, sur les taux d'inflation; Uri et Kindleberger, sur les zones de planification. Un argument favorable à l'existence d'un dollar canadien, avec taux de change flexible, pourrait être basé sur le besoin de donner aux Canadiens un instrument de nationalisme de plus, mais je ne pense pas que ce soit un très bon argument. En recourant à un argument analogue, de façon à mieux consolider le nationalisme francophone, on pourrait suggérer une monnaie séparée pour le Québec.

24. Les pays de l'OPEP ont adopté diverses pratiques. Alors que quelques pays ont fixé leur taux de change en termes du dollar, d'autres, comme le Koweït, l'ont stabilisé par rapport à un panier de monnaies, sans définir explicitement les monnaies qui en faisaient partie et leurs pondérations respectives dans le panier.

Il y avait cependant une raison très valable qui favorisait l'appréciation des monnaies des pays riches en pétrole. Il s'agit de l'inflation généralisée qui s'est manifestée à la suite de l'accélération de la croissance de la masse monétaire dans les grands pays et de l'explosion des liquidités sur le marché de l'eurodollar. Le seul moyen que pouvaient employer les pays de l'OPEP pour éviter l'inflation consistait à laisser s'apprécier leur monnaie. Qu'ils n'aient pas choisi l'appréciation, mais qu'ils aient plutôt opté pour l'inflation s'explique par les avantages politiques qu'il y a à répartir le seigniorage directement.

stabilise sa monnaie par rapport au panier des biens qu'il produit n'a pas de sens. Il vaut bien mieux pour lui de stabiliser sa monnaie en termes d'un panier de biens produits à l'échelle mondiale, comme c'est le cas s'il fixe son taux de change par rapport à un grand pays dont la monnaie est stable.

L'objectif d'un niveau moyen des prix stable peut sembler un idéal théorique pour l'économie mondiale<sup>25</sup>, bien que pour l'atteindre il suffirait de restaurer le système monétaire international en le fondant sur un bien ou un panier de biens. Si l'économie mondiale disposait d'une monnaie unique qui était stable en termes d'un panier donné de biens et de services, chaque pays aurait un taux d'inflation nul en termes de ce panier mondial<sup>26</sup>. La même conclusion vaudrait pour le cas de monnaies séparées convertibles à taux de change fixes en une monnaie mondiale qui est stable en termes d'un panier commun. Dans ces deux cas, cependant, un pays donné n'aurait pas un taux d'inflation nul si le niveau des prix était défini pour un panier national distinct de biens et de services. Deux ou plusieurs indices de prix qui incorporeraient les mêmes biens, mais avec des pondérations différentes, ne varieraient pas au même rythme, et pourraient même évoluer dans des directions opposées. En raison de pondérations différentes dans le calcul des indices de prix nationaux, certains pays subiraient de l'inflation et d'autres, de la déflation, même si un indice basé sur le panier mondial restait stable. De la même façon, les différentes régions d'un pays qui partagent une monnaie commune enregistrent des taux d'inflation différents si les indices sont définis en termes de paniers locaux de biens et de services<sup>27</sup>.

La meilleure politique pour un petit pays est de rattacher sa monnaie à celle de l'un des grands blocs de monnaies stables, telles la zone dollar ou la zone DM-ECU.

---

25. Je dis bien «peut sembler» car la théorie économique n'a pas offert jusqu'à ce jour de preuve qu'un taux d'inflation nul, ou un niveau des prix fixe en moyenne, soit optimal. Dans les termes d'un modèle très abstrait, le taux optimal d'inflation est celui qui inciterait le public à détenir la quantité optimale de monnaie. Dans le cas habituel où la monnaie ne porte pas intérêt, une quantité optimale de monnaie est détenue quand le niveau des prix diminue à un rythme égal à la différence entre le taux d'intérêt et le coût marginal de produire de la monnaie (qui pour les billets est négligeable). Une telle situation est analysée dans Friedman (1970). Pour une analyse antérieure qui traite des conséquences de payer de l'intérêt sur la monnaie à un taux égal au taux d'inflation, voir Mundell (1963) et la discussion dans Mundell (1971).

Pour une économie statique, une déflation se produisant à un taux égal au taux d'intérêt serait justifiée en l'absence de coûts de transport. Pour une économie en croissance, on n'a jamais démontré si une situation de stock constant de monnaie, de salaires nominaux constants et de taux d'inflation en baisse est inférieure à une autre où la quantité de monnaie croît, les salaires nominaux sont en hausse et le niveau des prix est constant. Pour une économie en croissance où se produisent des innovations, il se peut même qu'une situation où la masse monétaire et les salaires croissent et le niveau des prix augmente au rythme des innovations, soit préférable, particulièrement si les innovations se traduisent par une amélioration de la quantité de produits qui composent l'indice des prix utilisé. Pour une excellente revue de l'impact des changements de qualité sur les indices de prix, consulter Fortin (1990).

26. Une autre possibilité serait encore d'utiliser l'or comme monnaie internationale. Mais, pour en arriver alors à l'idéal théorique, il serait dans un premier temps nécessaire de stabiliser l'or en termes des biens.

27. Même avec des biens et des pondérations identiques, les indices de prix peuvent certes évoluer différemment dans le temps parce que les coûts de transport empêchent l'arbitrage entre les biens de réaliser la «loi du prix unique». Un exemple est la perturbation à court terme que peut causer une entrée

Chacune de ces super-monnaies s'est révélée relativement stable en termes de paniers de biens qui représentent plus de 20% de la production mondiale. Par contraste, le panier canadien représente moins de 2% de la production mondiale.

C'est une erreur pour les pays qui disposent d'une base d'exportations relativement restreinte de neutraliser les changements dans les prix de leurs exportations par des mouvements de taux de change. S'il se produit un boom dans le prix des bananes, le Honduras doit-il doubler la valeur de sa monnaie? Quand le cours des bananes s'effondre, la devise du Honduras doit-elle être dévaluée? Bien sûr que non: ce serait ouvrir la voie à l'instabilité.

Le Canada n'est pas une république de bananes. C'est un grand pays doté d'une base importante d'exportations qui inclut à la fois des matières premières et des produits manufacturés. Et pourtant, seulement une république de bananes adopterait, à tort, une politique monétaire cherchant à compenser les mouvements des termes de l'échange.

Les termes de l'échange sont un indicateur inutile pour la politique de taux de change d'une banque centrale. Supposons que les termes de l'échange de l'Ontario augmentent en raison d'un renchérissement des produits miniers exportés, ce qui soulève l'emploi et la production en Ontario. Un ajustement efficace nécessiterait, en régime de taux de change fixes ou de monnaie commune, un flux d'argent vers l'Ontario et une expansion de sa production. Si le plein emploi est atteint, les salaires vont augmenter et il y aura migration des travailleurs en provenance des autres provinces vers la région prospère, comme le commandent les forces du marché. Il peut aussi se produire une entrée de capitaux qui financerait un déficit au compte courant et qui modérerait les pressions qui s'exercent sur l'économie nationale.

Examinons maintenant la stratégie de la Banque du Canada, qui consiste à laisser le dollar canadien s'apprécier en réaction à l'amélioration des termes de l'échange et à répartir ainsi les effets du boom à travers tout le Canada. Cette solution, étrangère aux forces naturelles du marché, engendre une mauvaise répartition des ressources et une distorsion du système financier. Supposons que le dollar canadien s'accroisse de 25% (comme il l'a fait ces deux dernières années par rapport au dollar américain). Il en résulte une augmentation de la valeur réelle de tous les contrats libellés en dollars canadiens, y compris les paiements d'intérêts, la

---

de capitaux. Un afflux de capitaux dans une région donnée peut y faire augmenter les prix moyens au-dessus de ceux du reste du pays en augmentant les prix des biens «domestiques» et des facteurs dont l'offre est limitée.

Dans la théorie du commerce international, on distingue par conséquent les termes de l'échange (le prix relatif des exportations et des importations), les termes de l'échange à deux facteurs (le prix relatif des facteurs de production domestiques et étrangers), les termes de l'échange à un seul facteur (les prix relatifs des biens importés et des facteurs étrangers) et le taux de change réel (le ratio des niveaux des prix domestiques et étrangers). Puisque les niveaux des prix étrangers et domestiques renferment une composante commune de biens produits à l'échelle internationale, le taux de change réel peut être approximé par les prix relatifs des biens domestiques au pays et à l'étranger. Pour des fins analytiques, on ne considérant que l'équilibre à l'intérieur d'un seul pays, le taux de change réel peut être approximé par le ratio des biens non échangés et échangés lorsque les termes de l'échange sont constants. Voir Viner (1937, 555-570) pour une analyse de ces différents concepts.



dette publique, les salaires des universitaires et des fonctionnaires et tous les autres frais fixes nationaux. Les coûts en main-d'œuvre de toutes les industries augmentent aussi dans le sillage de l'augmentation des salaires réels, non seulement en Ontario, où le boom s'est produit, mais à travers tout le reste du Canada. Et qui va payer pour cet accroissement des revenus réels des facteurs de production et de tous ceux qui n'ont pas accru leur productivité? Ce sont tous les autres secteurs de l'économie et tous les débiteurs. Les marchés de l'exportation en souffrent, car l'appréciation du dollar canadien impose la «maladie hollandaise» au reste du Canada. Il voudrait alors mieux pour le Québec et les autres provinces de se détacher du dollar canadien apprécié et d'établir un taux de change stable avec le dollar américain.

Les termes de l'échange vont aussi s'améliorer dans le cas où les prix des importations diminuent. L'appréciation du dollar canadien qui résulte de cette amélioration des termes de l'échange causera une déflation dans les industries exportatrices et une hausse du chômage. Dans une économie mondiale où règne la stabilité des prix, la réaction la plus appropriée à un changement des termes de l'échange est de maintenir les taux de change fixes. Si les prix mondiaux sont stables, la diminution des prix des importations s'accompagnera d'une hausse des prix ailleurs, et le critère des taux de change fixes conduira à la solution optimale.

Une autre difficulté soulevée par la réaction de la Banque du Canada aux termes de l'échange est que le changement du taux de change nominal modifie le taux de change réel et diminue la compétitivité des industries d'exportation ou en concurrence avec les importations. Quand le taux de change s'apprécie, la hausse des salaires ne s'interrompt pas<sup>28</sup>. La conséquence de la politique d'appréciation poursuivie ces dernières années est donc une diminution de la compétitivité du Canada, particulièrement vis-à-vis des États-Unis. En prenant comme base l'année 1985, une indice du coût en main-d'œuvre au Canada (exprimé en dollars américains) s'est accru de 33% de plus que l'indice américain correspondant<sup>29</sup>. Presque tous les critères confirment que le dollar canadien est surévalué.

À une époque où le reste du monde, et particulièrement l'Europe, s'emploie à mettre sur pied des zones monétaires plus grandes dans le but de se protéger contre les erreurs découlant de la dépréciation ou de l'appréciation des devises nationales, le Canada devrait viser une diminution, et non une augmentation des fluctuations de son taux de change.

---

28. La hausse du taux de chômage causée par l'appréciation de la monnaie peut exercer un effet modérateur sur les salaires. Mais les coûts en dépassent de beaucoup les bénéfices. L'expérience vécue au cours de la récession de 1981-1982 aux États-Unis le démontre bien. Le coût total de cette récession s'est chiffré à mille milliards de dollars, somme équivalente à plus de 25% du PNB américain de cette époque. L'erreur des États-Unis fut de durcir la politique monétaire de manière trop abrupte, avant que les effets bénéfiques des baisses d'impôts sur l'offre globale ne se fissent sentir.

29. Selon les chiffres du *Bureau of Labor Statistics* (1990) de 1985 à 1989 l'indice canadien a en effet augmenté de 37% et l'indice américain, de 3%. En fait, la marge défavorable au Canada n'a jamais été aussi importante depuis le début des années 50. Les chiffres suivants du FMI confirment la dégringolade de la compétitivité canadienne par rapport à l'ensemble de ses concurrents.

## L'ÉQUILIBRE DES PRIX DES FACTEURS ET LA ZONE DE LIBRE-ÉCHANGE

Quand le Canada et les États-Unis ont annoncé leur volonté de former une zone de libre-échange, un réaménagement des prix des facteurs de production s'est imposé. Au Canada, les terrains étaient sous-évalués relativement aux prix des terrains aux États-Unis<sup>30</sup>. Il en est résulté un afflux de capitaux au Canada qui aurait dû normalement faire augmenter les prix des terrains. Au même moment, la lutte pour la compétitivité des industries manufacturières canadiennes intensives en travail et en concurrence avec les produits importés exigeait que les salaires diminuent au moins en relation avec les prix des terrains. L'appréciation du dollar canadien a cependant pour effet de faire augmenter les salaires réels canadiens exprimés en monnaies internationales plutôt que de les faire diminuer ou même de les maintenir constants. La vigueur du dollar risque donc de rendre l'industrie canadienne non compétitive au moment précis où le succès du traité de libre-échange sera mesuré par sa capacité de préserver le plein emploi.

## DEUX VOIES VERS L'INFLATION ZÉRO

Si l'objectif d'inflation zéro s'avère une priorité, il y a deux façons d'y parvenir. Une première approche consisterait à laisser le dollar canadien s'apprécier à un rythme au moins égal aux taux d'inflation étrangers, notamment américain. Or pour diverses raisons, le niveau des prix aux États-Unis va continuer à s'accroître à un taux compris entre 4% et 6%, dans un avenir indéfini. Il faudrait donc que le dollar

Coûts relatifs en main-d'œuvre par rapport à l'ensemble des concurrents

	1985	Deuxième trimestre de 1989
États-Unis	100	67,7
Canada	100	113,3
France	100	90,4
Royaume-Uni	100	99,3
Autriche	100	97,6
Belgique	100	92,1
Irlande	100	92,6
Suisse	100	95,1
Italie	100	108,9
Pays-Bas	100	108,3
Allemagne	100	121,9
Japon	100	128,6

D'autres indicateurs de compétitivité, basés sur les coûts unitaires relatifs normalisés, sur les dégonfleurs relatifs de la valeur ajoutée, sur les prix de gros relatifs ou sur les prix relatifs à la consommation ne modifient pas le tableau, qui traduit la réduction de la compétitivité globale du Canada en regard des autres pays. L'on doit enfin souligner que, depuis juin 1989, la position concurrentielle du Canada s'est empirée en raison d'une appréciation supplémentaire du dollar canadien et d'une dépréciation marquée des autres grandes monnaies, notamment le yen, par rapport au dollar américain.

30. Et encore davantage relativement aux prix des terrains au Japon, bien sûr. Selon un calcul effectué au Japon, les quelques acres de terrain sur lesquels est sis le Palais impérial à Tokyo vaudraient plus que l'ensemble des terrains du pays qui occupe le second rang en étendue sur la planète.

canadien s'apprécie au rythme de 5% par année, atteignant la parité à la fin de 1993 et les 1,25 \$ÉU à la fin du siècle<sup>31</sup>.

Pour que ce plan réussisse, deux autres conditions devront être satisfaites. La première est de maintenir la croissance des salaires dans le voisinage de la croissance normale de la productivité en termes du dollar américain! Par exemple, si la croissance de la productivité dans les deux pays se chiffre à 2%, et que l'inflation demeure stable à 4% aux États-Unis, la croissance des salaires américains se situera à 6% à l'équilibre, alors qu'un taux d'inflation nul au Canada requiert dans le même temps une appréciation de 4% du dollar canadien et une croissance des salaires nominaux de 2%. En théorie, ces conditions d'équilibre sont réalisables. Mais la réalité psycho-sociologique est très différente. Cela exigerait un effort important de la part du ministère des Finances et du gouvernement, en plus de celui de la Banque, pour persuader les syndicats canadiens d'accepter une telle divergence de la croissance des salaires nominaux entre le Canada et les États-Unis<sup>32</sup>.

La deuxième condition pour que le plan réussisse est que l'appréciation du dollar canadien soit pleinement anticipée. À cette condition seulement les taux d'intérêt baisseront-ils au niveau du rendement marginal du capital, moins le taux d'appréciation du dollar canadien. Mais il s'avérerait en pratique impossible pour la Banque du Canada ou le ministre des Finances de convaincre les marchés que le dollar canadien serait devenu tellement vigoureux que les taux d'intérêt canadiens baisseraient sous les taux américains correspondants, renversant ainsi l'écart habituel entre les taux d'intérêt des deux pays. Inutile d'insister sur l'irréalisme économique et politique du plan en question.

Une *seconde approche* à la stabilité des prix est beaucoup plus facile à mettre en œuvre que la première. Elle exige la création d'une **devise de référence stable (DRS)** qui s'apprécierait par rapport au dollar canadien au même rythme que l'inflation. La **DRS** serait toujours stable et pourrait être utilisée comme unité de compte par ceux qui s'en serviraient pour leurs contrats. Par définition même, l'inflation en terme du nouveau numéraire, la **DRS**, serait abolie.

---

31. Ce plan devrait être ajusté selon qu'un taux d'inflation plus bas ou plus élevé se manifeste aux États-Unis.

32. Cela n'implique aucune irrationalité ou illusion monétaire du côté des chefs syndicaux, qui auraient la tâche impossible de rallier leurs membres aux objectifs du gouverneur sans pouvoir espérer en pratique quelque aide que ce soit de la part des autorités gouvernementales. Les leaders syndicaux réagiraient sûrement de façon cynique, en faisant observer que depuis l'annonce de l'objectif actuel de la Banque du Canada, le taux d'inflation a augmenté, passant d'un peu plus de 4% à un peu plus de 5%. Il est d'ailleurs étrange qu'en annonçant une cible d'inflation zéro, ni la Banque ni le gouvernement n'ont mis l'accent sur la nécessité de réduire la croissance des salaires dans la bande des 2% à 3%. Dans son Rapport annuel, aux pages 19 et 20, le gouverneur note bien que la croissance des salaires négociés dépasse la productivité. Mais il l'interprète comme le reflet des tensions qui persistent sur les marchés du travail, un commentaire qui peut convenir pour l'Ontario, mais non pour le reste du Canada où le taux de chômage moyen est supérieur à 9%.

## L'ÉCART INTERNATIONAL DE TAUX D'INTÉRÊT ET LE TAUX DE CHANGE À TERME

La valeur du dollar canadien, comme tout taux de change, est déterminée par l'offre et la demande de dollars canadiens sur le marché des changes. Plusieurs facteurs émanant de la demande ont contribué à la hausse récente du dollar canadien. L'Accord de libre-échange canado-américain a rehaussé l'efficacité marginale du capital dans les industries utilisatrices des sols. Il en est résulté une entrée de capitaux, dont une partie s'est manifestée sous la forme d'une demande accrue de dollars canadiens; la très forte détérioration du compte courant a été financée par cet afflux de capitaux. La demande de dollars canadiens est demeurée vigoureuse en dépit d'un certain ralentissement de la croissance économique et du boom induit par les nouvelles perspectives ouvertes par la création de la zone de libre-échange. L'augmentation des taux d'intérêt a occasionné de lourdes pertes aux entreprises endettées et les a forcées à emprunter sur les marchés internationaux, ce qui a alimenté davantage les entrées de capitaux et le déficit du compte courant. L'augmentation des taux d'intérêt a alourdi le déficit budgétaire et accru l'offre d'obligations gouvernementales, et par conséquent, la dette publique. Les difficultés des entreprises à court de liquidités se sont ainsi aggravées, en raison de l'effet d'éviction grandissant sur les marchés financiers canadiens à long terme.

Aucun de ces facteurs émanant de la demande n'aurait cependant dominé n'eût été la politique monétaire restrictive<sup>33</sup> imposée par la Banque du Canada. L'écart entre les taux d'intérêt canadiens et américains est une mesure du déséquilibre de la politique monétaire au Canada. En excluant la petite marge causée par les différences de taux d'imposition, les écarts de taux d'intérêt *couverts* devraient être nuls. L'écart effectif entre les taux d'intérêt est donc une mesure du degré de déséquilibre de la valeur du dollar canadien. Quand les taux d'intérêt canadiens sont supérieurs aux taux américains correspondants, comme c'est le cas présentement, on observe une escompte sur le dollar à terme et on anticipe une dépréciation du dollar au comptant. Aux écarts de taux d'intérêt actuels, un investisseur américain, au lieu de gagner moins de 8% sur les bons du Trésor américains, peut obtenir presque 14% sur les bons du Trésor canadiens, et couvrir son risque de change en

---

33. Quel que soit le critère utilisé — taux d'intérêt nominaux élevés, taux d'intérêt réels importants, écarts internationaux de taux d'intérêt prononcés, taux d'intérêt nominaux et réels en hausse, réduction du taux de croissance de la masse monétaire, chute de l'écart entre le taux de croissance du PNB nominal et le taux de croissance de la masse monétaire — la politique monétaire canadienne s'est avérée restrictive. Le taux de croissance de la masse monétaire a diminué de 10,8% en 1987 à 5,9% en 1988 et à 3,2% en 1989. Pour ces mêmes années, le PIB nominal s'est accru respectivement de 11,3%, 8,4% et 7,0% (Rapport annuel, 1989, p. 22). L'écart entre les taux de croissance du PIB nominal et de la masse monétaire, qui mesure les accroissements de la vélocité de la monnaie, fut donc de 0,5% en 1987, de 2,5% en 1988 et de 3,8% en 1989. Cependant, le recours aux agrégats monétaires doit être pris *cum grano salis* quand les taux d'intérêt augmentent et qu'en réaction, les détenteurs d'actifs réduisent leur numéraire et leurs dépôts à vue de façon à accumuler des dépôts d'épargne et à terme, des certificats de dépôts, des bons du Trésor et d'autres titres du marché monétaire. La baisse de la croissance de la masse monétaire entraîne donc, en contrepartie, une accélération de la somme de la monnaie de base, des dépôts d'épargne et des autres comptes de quasi-monnaie.

achetant des dollars américains sur le marché à terme; un arbitragiste peut alors faire un profit si le coût de cette couverture est inférieur à l'écart de taux d'intérêt<sup>34</sup>.

Une politique d'argent cher qui rehausse les taux d'intérêt considérablement au-dessus de ceux qui prévalent à l'étranger tend à engendrer une appréciation du dollar canadien au comptant jusqu'au point où son écart positif avec le dollar canadien à terme est exactement égal au niveau nécessaire pour que le dollar au comptant se déprécie à sa valeur future anticipée<sup>35</sup>. À titre d'exemple, supposons qu'au niveau actuel des prix la valeur d'équilibre du dollar canadien se situe entre 0,75 \$ÉU et 0,80 \$ÉU et que le dollar au comptant soit au point milieu de cet intervalle. Pour tout niveau d'anticipations, il existe une courbe de demande de positions en dollars qui est fonction du taux de change au comptant, pour une valeur donnée du taux de change à terme<sup>36</sup>. Supposons qu'un taux de change de 0,775 \$ÉU représente le consensus des attentes sur la valeur d'équilibre à long terme du dollar. Si la politique monétaire canadienne se durcit, ou si la Banque du Canada demeure fermement sur ses positions alors que la demande de dollars canadiens augmente, le dollar

---

34. L'équilibre du marché requiert non seulement que l'écart de taux d'intérêt soit égal à l'escompte du dollar à terme (en pourcentage), mais aussi que les positions spéculatives dans une monnaie relativement à l'autre soient elles-mêmes en équilibre, au taux de change à terme en vigueur. Si, à titre d'exemple, l'escompte à terme sur le dollar canadien s'est élargi en raison d'une hausse des taux d'intérêt au Canada et que le climat de confiance ne s'est pas modifié, quelques arbitragistes peuvent se faire spéculateurs et ne plus acheter la couverture à terme, maintenant onéreuse, alors que des spéculateurs-types pourraient acheter des dollars canadiens sur le marché à terme. Il en résultera une tendance à la baisse des taux d'intérêt au Canada et une hausse des taux de change à terme jusqu'à ce que l'équilibre soit atteint.

35. Le théorème de la parité des taux d'intérêt établit que l'écart entre les taux d'intérêt de deux pays est égal à l'écart en pourcentage entre les taux de change au comptant et à terme. Par conséquent, si le dollar canadien à terme se situe à 0,80 \$ÉU pour avril 1991 et que le dollar au comptant cote pour sa part à 0,88 \$ÉU en avril 1990, le dollar canadien est alors escompté de 10% sur le marché à terme, ce qui signifie que l'on anticipe qu'il se dépréciera de 10% au cours de l'année. L'écart de taux d'intérêt d'équilibre qui correspond à cet escompte serait de 10%, soit des taux d'intérêt de 5% aux États-Unis et de 15% au Canada, disons. La différence entre l'escompte à terme et l'écart de taux d'intérêt ne peut être très élevée parce qu'un investisseur américain peut toujours investir une somme d'argent en bons du Trésor canadiens et couvrir son risque de change en achetant des dollars américains sur le marché à terme; il en va de même pour l'investisseur canadien qui achète des bons du Trésor américains qui rapportent 5% et qui se porte en même temps acquéreur de dollars canadiens escomptés de 10% sur le marché à terme, ce qui lui rapporte un rendement en dollars canadiens de 15%.

La question de savoir si la spéculation sur le marché des changes domine les taux d'intérêt ou plutôt si les taux d'intérêt et leurs écarts dominent les escomptes à terme est depuis longtemps une source de controverse et a fait l'objet de nombreuses thèses de doctorat. La théorie de la parité des taux d'intérêt ne jette en elle-même aucune lumière sur cette question. La réponse dépend du pays considéré et de l'importance relative des marchés. Aux États-Unis, les marchés financiers tendent à dominer, mais, pour des économies plus ouvertes comme le Canada, le marché des changes joue un rôle beaucoup plus important.

Parce que le dollar canadien s'est apprécié de 25% plutôt rapidement, le marché, à en juger par l'escompte à terme, pense qu'il a surréagi et que l'appréciation se renversera. Il n'y a aucun doute que le fiasco de février 1990, que la Banque du Canada attribue au marché, a miné davantage la confiance et a rendu nécessaires des taux d'intérêt encore plus élevés pour maintenir une valeur donnée du dollar canadien au comptant.

36. La théorie des interactions entre les positions spéculatives nettes au comptant et les prêts à l'étranger est développée dans Fleming et Mundell (1964).

canadien au comptant va s'apprécier jusqu'à ce qu'il devienne surévalué d'un pourcentage égal (en taux annuel) à la composante de déséquilibre de l'écart des taux d'intérêt.

Supposons que le dollar ait augmenté au-dessus de son niveau d'équilibre, disons jusqu'à 0,85 \$ÉU, dans un contexte de taux d'intérêt canadiens très supérieurs aux taux américains et d'un escompte très important sur le marché à terme du dollar canadien. Un renversement de la politique monétaire de la Banque du Canada donnera lieu à une diminution du dollar au comptant, de l'escompte à terme, des taux d'intérêt et du déficit budgétaire<sup>37</sup>. Des effets inflationnistes s'ensuivent, bien sûr, mais ils sont inévitables. En effet, si la valeur d'équilibre à long terme du dollar canadien avoisine les 0,775 \$ÉU, il faudra bien que l'on retourne à ce niveau, tôt ou tard. On peut éviter de le faire à court terme en soutenant la surévaluation du dollar maintenant, mais seulement au prix d'un surajustement dans la direction opposée à une date ultérieure.

Il existe deux autres raisons pour lesquelles une politique de taux d'intérêt élevés accompagnée d'une appréciation du dollar n'est pas désirable. La première est que l'appréciation alourdit le fardeau de la dette publique dans la mesure où la politique de taux d'intérêt élevés augmente le coût de servir la dette et accroît le déficit. Tout regrettable que cela soit, l'équilibre financier requerra un taux d'inflation un peu plus élevé que si le gouvernement n'avait pas de dette.

La deuxième raison pour laquelle une politique de dollar élevé n'est pas désirable à l'heure actuelle est reliée à l'Accord de libre-échange, qui pourrait être élargi pour inclure le Mexique, un pays où le niveau des salaires est bas. La plupart des plaintes qu'on entend au sujet du magasinage frontalier et du chômage sont dues au dollar canadien élevé, et non pas à l'élimination des tarifs par l'Accord. Dans une période où la libéralisation du commerce entraîne des déplacements inter-industriels, le coût en chômage de l'ajustement sera vraisemblablement moins élevé si le dollar est faible que s'il est fort.

#### LES LEÇONS DE L'HISTOIRE

Une rétrospective de l'évolution du taux de change canadien et de la politique monétaire depuis la Deuxième Guerre mondiale permet un certain nombre de généralisations. Immédiatement après la guerre, la politique monétaire canadienne

---

37. Il va de soi qu'à long terme la valeur d'«équilibre» du dollar sera elle-même conditionnée par l'offre de monnaie, comme elle l'est par les revenus, la croissance économique et les mouvements de capitaux; les attentes sur la valeur future du dollar vont se modifier avec l'état des conditions économiques. Avec le temps, dans un monde de taux de change flexibles, une politique monétaire restrictive rehausse la valeur d'équilibre du dollar canadien en modérant la croissance des prix, pourvu qu'une réduction substantielle de la croissance de la production ne vienne pas compenser. Une politique monétaire restrictive va éventuellement rapprocher le taux de change d'équilibre de sa valeur au comptant, réduisant ainsi l'écart international des taux d'intérêt.

Cela prendra cependant quelques années avant qu'une telle politique n'exerce tous ses effets, et cela n'ira pas sans pertes importantes de production et d'emploi. Si les effets dommageables de l'inflation ne sont constatés qu'avec délai, les ravages de la désinflation sont immédiatement observés.

fut trop inflationniste, en dépit de l'inflation excessive aux États-Unis et du taux de change fixe au Canada. L'austérité de la fin des années 40 démontre que l'on comprenait mal le rôle de la politique monétaire au Canada. La dépréciation de 1949, qui suivit la dévaluation de la livre, fut une erreur. Elle dut être renversée en 1950 au commencement de la guerre de Corée. Pendant les années 50, le Canada aurait été mieux servi par une parité fixe au dollar américain et par une politique monétaire qui se serait employée automatiquement à faire de cette parité un équilibre. Par une telle politique, on aurait évité la période désastreuse de la fin des années 50 alors que le gouverneur de la Banque du Canada fut forcé de démissionner. La politique de l'époque, qui se voulait anti-inflationniste, combinait resserrement monétaire et appréciation du dollar à un moment où le taux de chômage était très élevé<sup>38</sup>.

L'affaire Coyne fut suivie de la crise du dollar, lorsque le ministre des Finances tenta de réduire la valeur du dollar en annonçant sa volonté d'utiliser les ressources de la Banque du Canada pour y parvenir. Parce qu'aucune politique de soutien du marché à terme ne fut annoncée, une crise de confiance apparut. Elle ne prit fin que lorsque le dollar fut stabilisé de nouveau et fixé à 0,925 \$ÉU, niveau qui fut maintenu pendant toutes les années 60.

Pendant les années 60, le Canada enregistra, dans un contexte de politique monétaire dépendante, une meilleure performance au plan de l'emploi et de la stabilité des prix que celle qu'il avait connue durant les années 50 et 60. Mais, en 1970, on jeta cette politique aux orties: le dollar flotta. Privé de discipline monétaire, le Canada s'engagea dans la période de la plus forte inflation de son histoire. Le dollar se déprécia de plus de 25% par rapport au dollar américain, lequel se dépréciait lui-même vis-à-vis des autres grandes monnaies.

Ce fut une erreur coûteuse pour le gouvernement et pour la Banque de s'engager dans la grande phase d'expansion monétaire excessive allant du début des années 70 au milieu des années 80. Les taux d'inflation grimperent dans les deux chiffres et le dollar canadien connut une dépréciation marquée par rapport au dollar américain, qui s'était lui-même déprécié alors vis-à-vis des autres grandes monnaies. En 1974, le dollar canadien valait un peu plus que le dollar américain, mais, en 1985, le dollar américain valait 1,40 \$Can, ce qui représente une appréciation de 40% du dollar américain. Pendant ces 11 années, les réserves bancaires doublèrent, et les dépôts à vue et d'épargne furent tous les deux multipliés par 3,5. Le niveau des prix fut multiplié par 2,5<sup>39</sup>. Si le Canada avait stabilisé sa monnaie en termes de dollar américain au cours de cette période, il n'aurait pas échappé à l'inflation, certes, mais il aurait évité la dépréciation de sa monnaie et l'excès de son taux d'inflation sur le taux américain.

---

38. Une partie du blâme pourrait être rejetée, cependant, sur l'Emprunt de conversion qui tarit les liquidités en allongeant l'échéance de la dette publique, ce qui évinça les emprunteurs privés des échéances longues. Cet effet fut toutefois compensé en bonne partie sur le marché international de New York.

39. Voir FMI, *Statistiques financières internationales, Annuaire*, 1989.

## LA PÉRIODE RÉCENTE

Heureusement, la politique de dépréciation du dollar canadien finit par être abandonnée. Tôt après sa nomination en février 1987, le nouveau gouverneur de la Banque du Canada, John Crow, annonça son intention de mettre l'accent sur la stabilité des prix en tant qu'objectif important de la politique économique. En janvier 1988, dans un discours prononcé à l'Université d'Alberta, le gouverneur Crow fit part de sa volonté de ramener le taux d'inflation à zéro dans un avenir prévisible<sup>40</sup>.

En conformité avec cet objectif, la politique monétaire fut durcie et les taux d'intérêt canadiens de même que le dollar montèrent en flèche. En 1987, les taux d'intérêt du marché monétaire s'établirent en moyenne à 8,03%; les taux sur les dépôts, à 7,66%; les taux sur les prêts, à 9,52%; les taux des bons du Trésor, à 8,14%; et le taux d'escompte de la Banque du Canada termina l'année à 8,66%. En octobre 1989, les taux correspondants étaient de 12,2%, 12,3%, 13,5%, 12,2% et 12,5%. En mai 1990, le taux d'escompte cotait 14,05%, le taux privilégié des banques avait atteint 14,75% et les taux sur les prêts à la consommation avaient dépassé les 15%.

Cette fois-ci, les taux d'intérêt n'ont pas atteint les niveaux élevés du début des années 80, dont beaucoup dépassaient les 18% et qui furent suivis par une dépression profonde et prolongée. Mais **trois** facteurs rendent la politique actuelle de taux d'intérêt beaucoup plus remarquable. Le **premier** facteur inusité est que durant la période antérieure, il y eut trois années consécutives d'inflation à deux chiffres, ce qui signifie que les taux d'intérêt réels se situaient sensiblement au-dessous des taux nominaux. Les taux d'intérêt réels sont maintenant beaucoup plus élevés qu'ils ne l'étaient pendant les années 80 et peut-être atteignent-ils même un sommet historique. Le **second** facteur inusité est que le cycle canadien de resserrement monétaire est presque complètement dissocié du cycle américain. Dans la période précédente, le Canada a réagi à l'inflation après que les États-Unis eurent relevé leurs propres taux d'intérêt, de sorte que l'écart entre les taux d'intérêt canadiens et américains était beaucoup plus faible que maintenant. Il est tout à fait inhabituel de voir la politique monétaire canadienne se démarquer aussi soudainement de la politique américaine, en raison de l'étroite relation entre les deux économies et leurs systèmes financiers. La **troisième** différence majeure est que, dans la période antérieure, le dollar canadien se dépréciait vis-à-vis du dollar américain, tandis que, dans la période récente, le dollar canadien s'est apprécié fortement par rapport au dollar américain, qui s'appréciait à son tour vis-à-vis des autres grandes monnaies, et tout spécialement du yen. Ces trois phénomènes s'additionnent pour produire un effet encore plus dévastateur sur l'économie que pendant la période antérieure, qui fut suivie par une récession profonde et coûteuse.

L'un des effets des taux d'intérêt réels élevés et d'un dollar en hausse a été de créer une vague de faillites. Dans la dernière année, les faillites ont augmenté de 35% en Ontario, soit de 1 570 à 2 120; de 21% au Québec, soit de 2 327 à 2 925; et

---

40. Voir Banque du Canada (1988).



de 26% pour l'ensemble du Canada, soit de 5 773 à 7 288<sup>41</sup>. Pour le seul mois de février 1990, les faillites commerciales et individuelles ont totalisé 3 720; elles étaient en croissance de 25,5% par rapport à février 1989<sup>42</sup>.

#### ÉVALUATION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE RÉCENTE

La première question à laquelle on doit répondre est de savoir si l'objectif du taux d'inflation zéro, ou même d'une réduction substantielle du taux d'inflation, était réaliste au départ. La cible d'inflation poursuivie découle nécessairement d'une décision politique, parce qu'elle influence le niveau de la production, la distribution des revenus, les niveaux comparatifs de prospérité des diverses provinces et les perspectives électorales des partis politiques. Le taux d'inflation, ou plus précisément le taux de changement à long terme du niveau des prix, est une variable sociale trop importante pour être laissé aux mains de bureaucrates, de techniciens, de banquiers ou même d'économistes. Le choix du taux d'inflation peut avoir l'effet de déplacer des centaines de milliards de dollars de richesse dans une direction ou dans une autre. Ce choix doit être effectué par les autorités politiques.

Il fut un temps où les banques centrales étaient assujetties à une règle qui limitait fortement leur pouvoir de dévier des objectifs fixés par la constitution ou par les politiques. Par exemple, l'obligation de fixer le taux de change laissait peu de marge de manœuvre à la banque centrale. Celle-ci devait intervenir sur le marché des changes pour vendre des devises étrangères quand la monnaie nationale était faible, ce qui réduisait automatiquement les réserves bancaires et la masse monétaire. Il en résultait une correction automatique du problème. De façon analogue, si le dollar canadien était vigoureux, la banque centrale devrait vendre des dollars canadiens (et acheter des devises étrangères) de façon à accroître les liquidités en circulation et, par conséquent, à réduire le surplus de la balance des paiements. Si une banque centrale déviait de ces normes, elle courrait le risque d'aggraver le déséquilibre (pertes ou gains de réserves), ouvrant la voie à une vague de spéculation à sens unique. Il en résultait une crise de change. Les banques centrales qui respectaient les règles du jeu réussissaient à maintenir les taux de change fixes, tandis que celles qui en déviaient suscitaient des crises périodiques de balance de paiements. Ce système permettait à chaque pays de reproduire chez lui la tendance des prix du pays auquel sa monnaie était rattachée sans nécessiter d'action indépendante ou discrétionnaire de la part des banques centrales individuelles. Parce que, sous les régimes de l'étalon-or et sous celui de Bretton Woods, c'était le ministre des Finances qui contrôlait le taux de change, le pouvoir revenait fondamentalement aux autorités politiques et très secondairement à la banque centrale. Plus une banque centrale suivait de près les règles du jeu, plus son rôle devenait technique et administratif.

---

41. Ces chiffres proviennent de Consommation et Corporations Canada. Ils sont rapportés tels que publiés dans le «Report On Business» du *Globe and Mail*, 18 avril 1990.

42. *The Gazette*, 21 avril 1990.

Tout cela changea quand le régime de taux de change fixes éclata en zones monétaires multiples. Sous un régime de taux de change flexibles, le pouvoir est théoriquement aux mains du ministre des Finances (ou son équivalent), parce qu'il est le gestionnaire principal de la politique économique et qu'il est le «gouverneur» qui représente le pays au Conseil des Gouverneurs du Fonds Monétaire International. Mais, en pratique, un gouverneur de banque centrale puissant peut dominer le ministre des Finances, soit parce qu'il dispose d'une meilleure information, d'une plus forte personnalité, ou de meilleurs arguments. Par exemple, pendant la période de taux de change flexible de la fin des années 50, James Coyne exerça sa propre influence sur la politique monétaire. Celle-ci reçut l'aval du ministre des Finances, jusqu'à ce qu'elle devînt politiquement impopulaire et que le gouverneur fût forcé de démissionner, après un long débat public. Dans les années 60, lorsque le taux de change était fixe, peu de discrétion sur la politique fut laissée à la Banque. Pendant les années 70, le ministre des Finances domina clairement la politique monétaire et celle du taux de change en dépit de la généralisation du flottement des monnaies. Une ère nouvelle s'est cependant ouverte à la suite de la nomination de John Crow au poste de gouverneur de la Banque du Canada. Elle est sans précédent en ce sens que c'est le gouverneur, et non le ministre des Finances, qui établit les objectifs de la politique monétaire (et, par conséquent, de la politique de change). Le ministère des Finances est relégué à un rôle de second plan<sup>43</sup>.

L'objectif d'inflation zéro était irréaliste dès le départ. Un changement subit de la politique monétaire provoque un vaste réaménagement de la répartition de la richesse auquel la population n'était pas préparée. Pourquoi l'inflation en question s'est-elle produite et pourquoi persiste-t-elle aujourd'hui? De quels nouveaux instruments ou de quelles nouvelles méthodes la Banque dispose-t-elle pour parvenir à ses fins? La réponse est: aucune qui n'ait déjà été mise à l'épreuve et qui n'ait déjà échoué dans les autres pays<sup>44</sup>. Mieux vaut ne rien tenter plutôt que de tenter et d'échouer.

Deux faussetés ne font pas une vérité. Le tort causé par les politiques d'inflation rampante que la Banque du Canada a poursuivies pendant la majeure partie de son existence n'a eu d'égal que son inconstance à viser tantôt dans une direction, tantôt dans l'autre. L'histoire passée de la Banque du Canada enlève toute crédibilité à son objectif d'inflation zéro. Comme l'inflation américaine s'est maintenue au rythme assez constant de 4,5% au cours des dernières années, un taux d'inflation nul au Canada exigeraient une croissance des salaires nominaux qui serait inférieure de 4,5% à celle des États-Unis, et des taux d'intérêt canadiens qui seraient inférieurs

---

43. À n'en pas douter, le ministère des Finances a trouvé l'objectif d'un taux d'inflation zéro attrayant au plan politique et l'a avalisé. Mais il est à tout le moins surprenant qu'il ait permis à une telle politique de poursuivre son cours même après que celle-ci eut infligé des effets si préjudiciables à l'économie.

44. Il existe un penchant malheureux de quelques économistes à transplanter des modèles conçus pour les États-Unis (tel que le modèle monétariste de Milton Friedman à taux de change flexibles) au Canada, où ils sont encore moins valables. En dépit du fait que le professeur Friedman lui-même ait abandonné le modèle à taux de change flexible dans le cas des pays moins avancés, ses disciples l'ont conservé sans modification. Voir Friedman (1975).

aux taux américains d'un pourcentage presque identique<sup>45</sup>. Autrement dit, pour provoquer un revirement des attentes et convaincre les marchés et les syndicats d'avoir pleine confiance dans cet objectif, il faudrait réaliser un effort de vente majeur, conjugué à un degré substantiel de manipulation de l'économie. Le gouvernement n'a cependant donné aucun signe qu'il travaillait à instaurer les conditions préalables à un régime de faible inflation.

Pour en arriver indirectement à une réduction des salaires nominaux en utilisant la politique monétaire, il faudrait provoquer beaucoup de chômage et une récession<sup>46</sup> qui serait inévitablement suivie par un nouveau gouvernement et un nouveau gouverneur de la Banque du Canada. À la suite de cette défaite, la politique monétaire serait inversée et serait accompagnée d'une surréaction<sup>47</sup> dans la direction opposée. Alors, pour établir les taux d'intérêt canadiens au-dessous des taux américains, la Banque du Canada devrait faire en sorte que le dollar canadien se vende à prime par rapport au dollar américain sur le marché à terme. La Banque du Canada ne pourrait suivre cette ligne de conduite que si elle croyait au succès de ses propres politiques. Le fait qu'on observe présentement la situation opposée, c'est-à-dire un important escompte à terme sur le dollar canadien, démontre que la Banque du Canada n'a pas suffisamment confiance au succès de ses politiques pour soutenir le dollar canadien sur le marché à terme.

La Banque du Canada s'est donné l'objectif inaccessible<sup>48</sup> d'un taux d'inflation nul. Il est possible qu'elle se tourne maintenant vers un objectif plus réaliste. C'est une erreur d'orienter la politique vers un taux d'inflation précis. La «dérivée» du niveau des prix par rapport au temps est instable à court terme. Si, pendant une journée, le niveau des prix subit un choc à la hausse de 1%, le taux annuel d'inflation devient 365 1/4%! Quand la Banque du Canada vise le taux d'inflation, le public porte trop son attention sur l'accroissement mensuel du niveau des prix multiplié par 12 pour prédire les changements de la politique de la Banque. Il serait préférable de

---

45. La seule période d'après-guerre où les taux d'intérêt canadiens furent inférieurs aux taux américains fut le début des années 50 juste après que le Canada eut décidé de laisser flotter son dollar et que le taux d'inflation américain fut influencé par la guerre de Corée.

46. Cela, sans garantie de succès.

47. Pour une analyse des phénomènes de surréaction et des facteurs qui les produisent, voir Mundell (1960) et Dornbusch (1976).

48. Étant donné que le seul instrument dont elle dispose est la modification du niveau des réserves monétaires. L'inflation zéro pourrait être atteinte dans le contexte d'une réforme du système monétaire comme celle que j'ai suggérée plus haut. L'introduction d'une devise de référence stable, la DRS, conçue pour s'apprécier en termes du dollar canadien au rythme de l'inflation, réaliserait par définition l'objectif de l'inflation zéro. Parce que les taux d'intérêt de la DRS seraient des taux d'intérêt réels, les prêts libellés dans cette devise atteindraient une popularité instantanée en raison de la possibilité qu'ils ouvriraient d'éliminer la distorsion causée par les systèmes fiscaux canadiens (et américains) qui requièrent que les impôts soient payés sur les taux d'intérêt nominaux, et non réels. Des changements fondamentaux dans la structure économique s'ensuivraient de cette façon rapide d'enrayer l'inflation.

cibler les niveaux de prix sur des périodes aussi longues qu'une décennie plutôt que de viser les taux d'inflation à court terme<sup>49</sup>.

Le problème actuel est de préserver la compétitivité du Canada vis-à-vis des États-Unis. La compétitivité du secteur manufacturier requiert que les salaires canadiens n'augmentent pas plus vite, relativement à la productivité, qu'aux États-Unis, pour tout niveau donné du taux de change. L'appréciation du dollar canadien a cependant radicalement miné la compétitivité canadienne. Il faudrait plusieurs années d'augmentations plus lentes au Canada qu'aux États-Unis, des salaires par unité de production, pour contrebalancer cet énorme saut des coûts en main-d'œuvre<sup>50</sup>. Une dépréciation du dollar canadien est donc indispensable à la restauration de la compétitivité. À la suite de cette dépréciation, le Canada pourrait réaliser le même taux d'inflation à long terme qu'aux États-Unis en fixant la valeur de sa monnaie par rapport au dollar américain.

Toute prescription monétariste de stabiliser un agrégat monétaire selon une définition donnée ne manquerait pas d'échouer comme cela a été le cas dans tout pays où elle a été mise à l'épreuve, puis abandonnée. Le taux d'inflation n'est pas une cible raisonnable pour la politique monétaire d'un petit pays en raison des délais d'ajustement, des changements de vélocité de la monnaie<sup>51</sup>, du rythme des inno-

---

49. De 1950 à 1970, le Canada a enregistré un taux d'inflation de 63%, et de 1970 à 1990, de 260%. Pendant la période, le niveau des prix a presque doublé à chaque décennie, mais l'inflation a nettement ralenti depuis 1984. Dans le système actuel, on devrait viser une performance très supérieure au passé. En raison de l'interaction entre les attentes au Canada et aux États-Unis, il serait hautement désirable que le taux d'inflation canadien soit égal au taux américain, en formulant l'hypothèse optimiste que celui-ci demeurera sous les 5% au cours de la présente décennie. Une cible raisonnable pour les deux pays serait de limiter à 50% l'accroissement du niveau des prix d'ici l'an 2000, ce qui traduirait un taux annuel moyen d'inflation de 3,6%.

50. La publication parrainée par l'institut C.D. Howe, intitulée *Zero Inflation*, sous la direction de Richard Lipsey et écrite par cinq éminents économistes canadiens est un excellent exposé de la position monétariste sur l'inflation au Canada, bien qu'elle aille à sens unique. Chacun des essais renferme des observations théoriques et empiriques intéressantes. Cependant, il existe un fossé important entre la grande qualité du travail analytique et les conclusions, qui ne paraissent pas en découler.

Pour défendre le choix d'un taux d'inflation particulier comme objectif de la politique, il est nécessaire de pondérer les coûts et les bénéfices de stopper l'inflation. Peter Howitt fait une courageuse tentative d'évaluer ces coûts et bénéfices. Bien que les coûts de stopper l'inflation en termes de production et d'emplois perdus soient bien tangibles, il est difficile d'évaluer l'impact économique des transferts importants de richesse entre créanciers et débiteurs. Les avantages de stopper l'inflation semblent considérables quand celle-ci atteint de hauts niveaux mais il est plus difficile de se prononcer sur les mérites d'un taux d'inflation nul par comparaison à un taux d'inflation de 5%. Howitt rappelle l'estimation empirique de Jarret et Selody (1982) à l'effet qu'une réduction de 1% du taux d'inflation augmenterait le taux de croissance annuel de la productivité de 0,3%. Selon ce calcul, l'élimination du taux d'inflation de 12,4% en 1981 aurait accéléré le taux de croissance économique annuel de 4 points de pourcentage. Un tel calcul me semble tout à fait étranger à l'expérience historique. Sur cette base, Howitt calcule ensuite qu'un gain équivalent à 16 2/3% du PNB est associé à toute réduction de 1% du taux d'inflation, un ordre de grandeur qui, dit-il, est si important qu'on hésite à le prendre au sérieux en l'absence de preuves supplémentaires. Howitt affirme ensuite: «En résumé, un taux d'inflation nul est sans doute le meilleur taux d'inflation s'il peut être accompli sans coût en termes d'emploi.» Mais il conclut finalement que «la Banque doit continuer de viser dans la direction du zéro».

51. Voir Mundell (1965) sur les problèmes théoriques dynamiques reliés à la régulation de la masse monétaire en fonction d'un indice de prix.

vations financières et du facteur de globalisation<sup>52</sup>. Selon le principe de la «classification effective des marchés»<sup>53</sup>, les instruments doivent être appariés aux objectifs qu'ils affectent le plus directement. Dans une économie relativement petite comme celle du Canada, la politique monétaire influence d'abord le taux de change, ensuite les taux d'intérêt, puis les prix et finalement les salaires. L'objectif approprié de la politique monétaire dans un pays comme le Canada est par conséquent le taux de change. Toute tentative d'utiliser la politique monétaire pour fixer le taux d'inflation va entraîner de fortes oscillations du taux de change et aussi, par conséquent, du coût en main-d'œuvre, avec surréaction dans une direction, puis dans l'autre. Les fluctuations du coût en main-d'œuvre et des autres mesures de la compétitivité engendrent à leur tour un mouvement de balancier dans les industries engagées dans le commerce extérieur, avec un lot de faillites et de destruction de capital à chaque cycle.

La Banque du Canada a commis une erreur en laissant se déprécier le dollar canadien à un niveau aussi bas que 0,70 \$ÉU en 1986, parce qu'à cette époque le dollar avait surréagi à la baisse. C'est également une erreur de le laisser s'apprécier très loin au-dessus de la parité du pouvoir d'achat<sup>54</sup> comme cela fut le cas au cours

52. Pour le lecteur sceptique, le meilleur moyen de constater l'efficacité de fixer le taux de change plutôt que le taux de croissance de la masse monétaire, quand le but recherché est la stabilité des prix, est de comparer les taux de changement annuel des prix à la consommation aux taux de croissance annuels de la masse monétaire au cours des années 60 alors que le dollar canadien était fixe en termes du dollar américain:

	Niveau des prix % de croissance	Masse monétaire* % de croissance
1962	1,2	5,6
1963	1,7	8,2
1964	1,8	6,5
1965	2,4	16,5
1966	3,7	8,5
1967	3,6	15,5
1968	4,0	19,6
1969	4,6	-2,3

\*Numéraire et dépôts à vue.

Source: FMI, *Statistiques financières internationales, Annuaire*, 1989.

En dépit de l'instabilité marquée des fluctuations du taux de croissance de la masse monétaire, l'accroissement du niveau des prix ne s'est jamais modifié de plus de 1% d'une année à l'autre! Cela démontre clairement la supériorité des taux de change fixes comme mécanisme de préservation de la stabilité des prix pendant une période où les États-Unis enregistrent un taux d'inflation stable. (Si, au lieu du numéraire et des dépôts à vue, l'agrégat monétaire utilisé est la somme de la monnaie et de la quasi-monnaie, les conclusions tiennent encore. Les taux de changement de la masse monétaire ainsi définie pour les années qui apparaissent dans le tableau sont: 5,4, 8,0, 16,2, 9,1, 11,9, 37,1, 11,7).

53. Voir Mundell (1960) pour le principe de la classification effective des marchés. Selon ce principe, on doit appairer les instruments de la politique aux objectifs d'une manière stable. Dans une petite économie, la stabilité requiert que la masse monétaire soit axée sur le taux de change plutôt que sur le niveau des prix parce que la masse monétaire influence le taux de change de façon instantanée, alors que le niveau des prix est davantage influencé par le taux de change.

54. En dépit des critiques à l'endroit de ce concept, la parité du pouvoir d'achat reste le meilleur point de repère pour déterminer la valeur à long terme d'une monnaie après de fortes fluctuations. Un calcul récent du professeur John McCallum de McGill la situe à 0,78\$ÉU.

des mois récents. La politique inflationniste qui a conduit à la dépréciation du dollar a déjà exercé ses effets sur les coûts. À preuve, les salaires ont augmenté plus rapidement au Canada qu'aux États-Unis en 1986 et 1987, et cela se poursuit en 1989 et 1990. Les niveaux de coûts ont d'ores et déjà ratifié le niveau moyen du dollar au cours des quatre années 1984 à 1987, qui fut de l'ordre de 0,75 \$ÉU. Un dollar fort ne peut être compétitif que si les salaires nominaux sont fortement réduits. Or, un tel résultat ne peut être atteint que par une politique monétaire déflationniste accompagnée d'un contrôle draconien des prix et des salaires. La déflation serait toutefois doublement imprudente dans le présent contexte d'une dette publique élevée et croissante en proportion du PNB.

La politique de rechange consiste à diminuer les taux d'intérêt et à réduire la valeur du dollar canadien au comptant d'un seul coup à 0,78\$ÉU ou 0,80\$ÉU. Il n'est pas possible de laisser le dollar se déprécier lentement à cause de l'impact sur la confiance. Dans la mesure où le marché pense que le dollar se dépréciera dans le futur, les prix des obligations diminueront et les taux d'intérêt seront, par conséquent, plus élevés: la prime causée par la dépréciation s'incorpore aux taux d'intérêt. Pour éviter un effondrement du marché obligataire, il serait nécessaire de faire baisser abruptement le dollar canadien à son niveau d'équilibre, **jusqu'à ce que l'on n'anticipe plus de dépréciation additionnelle**. Seulement de cette façon pourrait-on éviter une ruée contre le dollar. Pendant la phase d'ajustement où les anticipations sont révisées, les autorités devront soutenir le dollar sur le marché à terme, en achetant des contrats à terme en dollars canadiens<sup>55</sup> à un taux pas trop inférieur au taux du comptant qui viendra de baisser. Les taux d'intérêt canadiens baisseront par la suite vers les niveaux américains.

Est-ce que cette politique de rechange entraînerait un niveau des prix plus élevé à long terme? Pour répondre à une telle question, il est nécessaire de prévoir ce que serait le niveau des prix, disons en 1992 ou en 1993 (deux années d'élection possibles), en extrapolant la politique actuelle dans le futur. La stratégie actuelle, dans la plus belle tradition monétariste, cassera les reins de l'expansion et

---

55. L'intervention sur le marché à terme a une longue histoire, qui remonte à l'Autriche-Hongrie avant la première guerre mondiale. Sa légitimité lui vient du fait que la banque centrale est — ou devrait être — mieux informée sur sa propre politique future que le marché. Une intervention pour rehausser la valeur du taux de change à terme du dollar canadien pourrait être utilisée à l'heure actuelle. Elle viserait à établir le même taux de change au comptant (élevé) du dollar, mais au moyen d'un taux d'intérêt plus faible. Ce serait là une politique risquée, cependant, à moins que la Banque du Canada ne soit convaincue qu'elle puisse maintenir la valeur du dollar canadien à son niveau actuel, même en présence d'un ralentissement économique.

Dans un article paru dans un journal japonais en janvier 1988, j'ai soutenu que la Banque du Japon devrait résoudre son problème du yen fort (ou «endaka») non par expansion monétaire, mais plutôt en soutenant le dollar américain sur le marché à terme à un taux compris entre 120 et 125 yens. C'était à l'époque où l'élan du marché propulsait le yen vers des niveaux absurdes et où plusieurs économistes américains, tels Dornbusch, Feldstein, Bergsten et Krugman recommandaient un dollar américain à 100 yens! Cet article, écrit en japonais, a alimenté beaucoup de discussions dans les milieux japonais; le dollar a vite rebondi vis-à-vis du yen.

provoquera de nombreuses faillites et une récession<sup>56</sup>. Cela se produira à peu près au moment où la taxe sur les biens et les services remplacera la taxe fédérale de vente. Si la politique actuelle persiste pendant toute l'année 1990, une récession va s'ensuivre. Elle forcera un renversement de la politique en 1991 et en 1992. Aucun parti politique ne peut se permettre d'aller en élections au milieu d'une récession et espérer s'en tirer. Après le renversement de la politique, la gestion monétaire sera assouplie et le dollar s'effondrera en surréagissant bien en deçà de son niveau d'équilibre, ce qui conduira à un niveau plus élevé de prix que dans le contexte de la politique que je recommande maintenant, soit un dollar entre 0,78 \$ÉU et 0,80 \$ÉU avec l'engagement d'y demeurer. L'inflation accumulée sera moindre sous une politique de taux de change fixe que sous la présente stratégie, où le taux de change surréagit constamment par rapport à son niveau d'équilibre, d'abord dans une direction, puis dans l'autre.

Combien de temps encore les taux d'intérêt canadiens peuvent-ils être maintenus plusieurs unités de pourcentage au-dessus des taux américains sans causer de dommages irréparables à l'économie? Lorsque la récession apparaîtra, la demande de monnaie baissera; l'offre de monnaie deviendra excédentaire. Dans une super-économie comme les États-Unis, un renforcement du marché obligataire accompagnerait la baisse des taux d'intérêt. Mais au Canada, comme dans toute petite économie ouverte, l'effet se fait d'abord sentir sur le marché des changes. La perte de confiance dans le dollar, qui est inévitable en raison du niveau très élevé du taux de change au comptant, engendrera un krach sur le marché obligataire. Le marché boursier tournera à la baisse par sympathie et dans une mesure beaucoup plus prononcée qu'en vertu de la seule récession. En raison des liens très étroits entre les marchés financiers américains et canadiens, les taux d'intérêt canadiens diminueront seulement quand on aura confiance que le dollar canadien ne se dépréciera plus dans le futur vis-à-vis du dollar américain<sup>57</sup>. Or, un tel retour de la confiance dépendra de l'établissement d'un niveau de taux de change crédible et viable.

---

56. La théorie avance que la restriction monétaire provoquera des faillites, renforcera la détermination des entreprises à résister aux demandes salariales, causera du chômage et disciplinera les syndicats, ce qui modèrera la croissance à long terme des salaires: le noyau fondamental de l'inflation sera réduit. Il faut inclure parmi les effets secondaires de la politique une forte augmentation des déficits budgétaires découlant à la fois du coût accru du service de la dette et de la diminution des revenus durant la récession.

57. Cet effet pourrait être évité si la Banque du Canada permettait une dépréciation précipitée du dollar canadien, de telle sorte qu'il s'établisse près du taux de change futur anticipé ou au-dessous. On se rappellera que pendant la crise financière du début des années 80, qui a occasionné une violente récession accompagnée d'un taux de chômage qui s'est maintenu au-dessus de la barre de 10% de 1982 à 1985 au Canada, les taux d'intérêt se sont inscrits en baisse après que le taux de rendement des bons du Trésor eut culminé à 18% en 1981. Mais c'était alors une période où la politique monétaire canadienne était au diapason d'une politique américaine erronée. L'erreur des États-Unis durant cet épisode en fut surtout une de synchronisme. On provoqua une récession par restriction monétaire avant que les effets expansionnistes des coupures d'impôts sur l'offre globale n'aient eu une chance de se manifester. Pour une analyse des erreurs du côté américain, voir mon «Dollar and the Policy Mix» (Mundell, 1990).

La poursuite de la politique actuelle risque de causer de graves difficultés dans le contexte d'une récession nord-américaine<sup>58</sup>. Il sera alors malaisé pour le Canada d'abaisser le dollar canadien sans créer l'apparence d'une politique commerciale déloyale qui soulèverait la critique aux États-Unis. Plus on persistera à maintenir le dollar canadien au-dessus de 0,85 \$ÉU, plus il sera difficile de réaliser sans heurts un retour rapide à un niveau plus concurrentiel. Plus on persiste à maintenir le dollar au niveau actuel, plus grands sont les risques de faillite des entreprises canadiennes qui sont en concurrence avec les entreprises américaines dans les secteurs manufacturiers et dans les industries engagées dans les exportations, qui sont doublement touchées par la hausse du coût du capital et la force du dollar.

### BIBLIOGRAPHIE

- BANQUE DU CANADA, 1990, *Rapport annuel 1989*, Ottawa.
- BANQUE DU CANADA, 1988, *Revue de la Banque du Canada*, février.
- BUREAU OF LABOR STATISTICS, 1990, *News*, (USDL90-383).
- CLAASSEN, EMIL and SALIN, PASCAL, 1975, *Proceedings of the 1972 Paris-Dauphine Conference on International Adjustment*.
- DORNBUSCH, RUDIGER, 1976, «Expectations and Exchange Rate Dynamics», *Journal of Political Economy*, 84, Décembre.
- FLEMING, J. MARCUS AND MUNDELL, ROBERT A., 1964, «Official Intervention on the Forward Exchange Market: A Simplified Analysis», *International Monetary Fund Staff Papers*.
- FORTIN, PIERRE, 1990, «Do We Measure Inflation Correctly?». Voir LIPSEY (1990, 109-130).
- FRIEDMAN, MILTON, 1975, *Economic Notes*. Monte dei Paschi di Siena.
- HOWITT, PETER, 1990, «Zero Inflation as a Long-Term Target for Monetary Policy». Voir LIPSEY (1990, 67-108).
- FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL, 1989, *Statistiques financières internationales, Annuaire*, Washington.
- JOHNSON, HARRY G. and SWOBODA, ALEXANDER, 1972, *The Economics of Common Currencies*, Allen and Unwin: London.
- LAIDLER, DAVID, 1990, «The Zero Inflation Target: An Overview of the Economic Issues». Voir LIPSEY (1990, 131-52).

---

58. Comme je l'ai mentionné plus haut, le professeur Howitt a avancé une estimation du coût de la récession qui permettrait d'atteindre un taux d'inflation nul. En réduisant l'inflation de 7 unités de pourcentage entre 1982 et 1988, on a encaissé, selon les calculs d'Howitt, une perte équivalente à 36% du PNB de 1982, soit 4,7% du PNB pour chaque réduction de 1% du taux d'inflation. Si on effectue le même calcul pour la situation actuelle, abaisser le taux d'inflation de 5 unités équivaudrait à un coût égal à 23,5% du PNB de 1990. Comme le PNB canadien de 1990 sera d'environ 670 milliards \$, la facture du taux d'inflation zéro se chiffrerait à 157,45 milliards \$. Malheureusement, il n'y a aucune garantie qu'après avoir payé une telle facture, l'inflation ne s'accélére pas de nouveau.



- LIPSEY, RICHARD G., (ed.), 1990, *Zero Inflation: The Goal of Price Stability*, C.D. Howe Institute, Toronto.
- MCCALLUM, JOHN and MUNDELL, ROBERT, 1990, *Global Economic Disequilibrium*, McGill/Queen's University Press: Montréal.
- MUNDELL, ROBERT, 1960, «The Monetary Dynamics of Fixed and Flexible Exchange Rates», *Quarterly Journal of Economics*, Mai.
- 1961, «A Theory of Optimum Currency Areas», *American Economic Review*, Septembre.
- 1963, «Inflation and Real Interest», *Journal of Political Economy*, Juin.
- 1965, «Inflation, Velocity and the Problem of Stopping Inflation», *Journal of Political Economy*, Avril.
- 1970, «Uncommon Arguments for Common Currencies». Voir JOHNSON and SWOBODA (1972).
- 1971, *Monetary Theory: Inflation, Growth and Interest in the World Economy*, Goodyear: California.
- 1972, «The Optimum Balance of Payments Deficit». Voir CLAASSEN and SALIN (1974).
- 1989, «Trade Imbalances as General Economic Equilibrium: The Seventeenth Approach to the Balance of Payments», *Rivista di Politica Economica*, Juin.
- 1990, «The Global Adjustment System», *Rivista di Politica Economica*. Voir aussi MCCALLUM and MUNDELL (1990).
- PURVIS, DOUGLAS, 1990, «The Bank of Canada and the Pursuit of Price Stability». Voir LIPSEY (1990, 19-66).
- VINER, JACOB, 1937, *Studies in the Theory of International Trade*, London: Allen & Unwin.