

Les retards dans les effets de la politique monétaire au Canada

Harry-G. Johnson

Volume 39, numéro 2, juillet–septembre 1963

URI : <https://id.erudit.org/iderudit/1002728ar>

DOI : <https://doi.org/10.7202/1002728ar>

[Aller au sommaire du numéro](#)

Éditeur(s)

HEC Montréal

ISSN

0001-771X (imprimé)

1710-3991 (numérique)

[Découvrir la revue](#)

Citer cet article

Johnson, H.-G. (1963). Les retards dans les effets de la politique monétaire au Canada. *L'Actualité économique*, 39(2), 175–198.
<https://doi.org/10.7202/1002728ar>

Les retards dans les effets de la politique monétaire au Canada

Aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Canada, la politique monétaire a été, au cours des douze dernières années, un des principaux instruments de stabilisation à court terme. L'efficacité de la politique monétaire à cet effet suppose trois choses : que l'autorité monétaire soit prompte à reconnaître le besoin d'un changement dans la politique monétaire et qu'elle prenne rapidement les mesures appropriées ; que la politique monétaire exerce une influence réelle sur le fonctionnement de l'économie ; et que cette influence se fasse sentir dans un intervalle relativement court. Les deux premières conditions sont à ce point évidentes qu'elles se passent de commentaires ; mais la troisième est au moins tout aussi importante, car si l'intervalle en question est long, et surtout s'il est variable, les conséquences d'une politique de stabilisation telle que pratiquée couramment peuvent être déstabilisantes plutôt que stabilisantes. La validité de ces trois présuppositions est discutable, et les preuves empiriques à l'appui sont, à la fois, rares et controversées.

Dans les trois pays mentionnés, l'expérience de l'utilisation de la politique monétaire comme instrument de stabilisation à court terme a donné lieu à une enquête officielle ou semi-officielle sur le fonctionnement du système monétaire, au cours desquelles les questions relatives à la validité des trois hypothèses fondamentales sur lesquelles s'appuie l'utilisation de la politique monétaire pour fins de stabilisation à court terme et spécialement en ce qui concerne la deuxième et la troisième, sont apparues comme les questions de première importance qui conditionneront les recommandations quant à l'utilisation future de la politique monétaire.

De façon générale, les deux commissions d'enquête dont les rapports ont été publiés jusqu'ici — rapport du British Radcliffe Committee¹ et de l'American Commission on Money and Credit² — sont arrivées à des positions diamétralement opposées.

Le Radcliffe Committee est arrivé à la conclusion que l'influence de la politique monétaire en rapport avec la stabilisation à court terme est extrêmement difficile à détecter et à mesurer, et recommanda que la politique monétaire soit utilisée pour le long terme, dans le but d'établir un climat monétaire favorable à la croissance. La Commission on Money and Credit, pour sa part, est arrivée à la conclusion que les effets de la politique monétaire à court terme sont assez significatifs pour que l'on puisse recommander des mesures susceptibles d'améliorer la pratique d'une politique monétaire de stabilisation. Ni l'un ni l'autre des comités n'a pu fournir des preuves suffisamment nombreuses pour convaincre les sceptiques, que ce soit dans le texte de leur rapport respectif ou dans les documents préparés, à leur demande, par des économistes universitaires.

Au cours de l'été 1962, travaillant au service du troisième organisme chargé de mener une vaste enquête sur la politique monétaire, la Commission royale d'Enquête canadienne sur la Monnaie et les Institutions financières, j'ai dirigé un travail de recherche sur l'efficacité et les retards dans les effets de la politique monétaire au Canada. J'ai été assisté dans cette recherche par le professeur John W.L. Winder de l'université de Toronto, qui s'est chargé du travail économétrique et a assumé la responsabilité de la recherche sur la gestion des actifs bancaires et sur l'influence de la monnaie sur la dépense. La recherche devait être terminée et le rapport présenté en dedans d'une période de quatre mois, et cette contrainte, ajoutée au fait que très peu de recherches avaient auparavant été faites au Canada sur ces aspects de la politique monétaire, signifiait nécessairement que notre recherche ne pouvait être que de nature exploratoire et beaucoup moins exhaustive et étendue que nous l'aurions souhaité. En particulier, dans plusieurs domaines, nous devons nous contenter des résultats obtenus à la première tentative, puisqu'à toutes fins utiles, il ne restait pas suffisamment de temps pour améliorer les hypothèses à la lumière des résultats éco-

1. Comité sur le fonctionnement du système monétaire (Président : The Rt. Hon. The Lord Radcliffe, G.B.E.) — Londres, 1959.

2. *Money and Credit, Their Influence on Jobs, Prices and Growth*, Englewood Cliffs, N.-J., 1961.

nométriques et pour les soumettre à des tests supplémentaires. En revanche, nous avons l'avantage d'être familiers avec la recherche faite sur ce point pour le Radcliffe Committee et la Commission on Money and Credit, en particulier avec l'étude stimulante faite par Ando, Brown, Kareken et Solow³ pour le compte de la Commission on Money and Credit sur les retards dans les effets des politiques fiscale et monétaire. De plus, le docteur Rudolph Rhomberg du Fonds Monétaire International a très aimablement mis à notre disposition la dernière version du modèle de l'économie canadienne sur lequel il travaille depuis plusieurs années, un modèle d'une valeur unique pour l'objet de notre étude d'autant plus qu'il a été construit avec l'objectif spécifique de mesurer l'influence de la politique monétaire et de la politique fiscale sur l'économie canadienne⁴. En conséquence, bien que la recherche ait été exécutée rapidement sous la pression du temps, nous avons utilisé les formulations théoriques et les techniques économétriques à jour ; et il semble qu'il vaille la peine de rapporter les résultats auxquels nous sommes arrivés, même si ceux-ci sont nécessairement expérimentaux et en réalité guère plus satisfaisants que ceux qui ont été obtenus lors des études faites sur le sujet dans d'autres pays. Le but de cet article, alors, est de décrire le processus de la recherche, de présenter les principales méthodes utilisées et les résultats obtenus.

Suivant le plan d'analyses reconnues du problème des retards d'ajustement dans la politique monétaire, la recherche a été divisée en deux parties : l'une portant sur le retard d'ajustement interne (*inside lag*) de la politique monétaire — le retard entre l'apparition du besoin d'un changement dans la politique monétaire et le changement correspondant — et l'autre sur le retard d'ajustement externe (*outside lag*) qui s'écoule entre un changement dans la politique monétaire et la constatation d'un effet sur l'économie. L'étude du retard « interne » a été faite sur le modèle de l'étude de Ando, Brown, Kareken et Solow, déjà mentionnée. Mais afin de rendre les résultats utiles pour évaluer l'efficacité de la politique monétaire canadienne, il a fallu développer de nouveaux instruments de mesure ; un test statistique des effets respectifs d'une politique discrétionnaire et d'un système de règles moné-

3. E.-C. Brown, R.-M. Solow, A. Ando et J.-H. Kareken : *Lags in Fiscal and Monetary Policy*, Commission on Money and Credit, Washington, 1961.

4. Rudolph-L. Rhomberg, « Canadian Economic Policy Under Fluctuating and Fixed Exchange Rates », à paraître dans le *Journal of Political Economy*.

taires hypothétiques a paru désirable. Ce test a été basé sur celui que Modigliani a récemment utilisé pour les États-Unis. L'étude du retard « externe » a été faite à partir du modèle de Rhomberg ; pour la majeure partie, nous avons formulé les relations théoriques en terme d'ajustement « capital-stock », et nous avons prévu deux types d'influences possibles de la politique monétaire sur les variables économiques — par les modifications dans les taux d'intérêt, et par les changements dans la quantité de monnaie — correspondant aux deux théories rivales sur l'influence de la politique monétaire sur l'économie. Pour le travail économétrique lui-même, nous avons utilisé une formulation du type « retards distribués » (H. Guitton) (*distributed lag formulation*) comme l'ont fait Ando, Brown, Kareken et Solow, bien que nous ayons été très conscients du fait que celle-ci entraîne une estimation biaisée (*estimation bias*). La majeure partie de notre effort de recherche a été consacrée au retard « externe », et cet article porte surtout sur cette partie de notre recherche ; mais nous analyserons d'abord la recherche sur le retard « interne ».

*
* * *

Le premier problème que l'on rencontre à ce sujet consiste à rendre la notion opérationnelle. L'analyse théorique et la discussion générale de ce concept impliquent l'existence : (1) d'un indicateur non équivoque du besoin d'un changement dans la politique monétaire, et (2) d'une mesure politique bien définie, s'exprimant par un changement dans un indicateur non équivoque de politique monétaire et devant être entreprise en réponse à une indication de la nécessité d'un changement dans la politique. En pratique, les autorités monétaires ont plusieurs objectifs en vue, et plusieurs politiques possibles auxquelles correspondent encore plusieurs indicateurs de politique monétaire. En l'absence de connaissances précises quant aux conceptions des responsables de la politique, la seule procédure possible consiste à tenter de déterminer une série de retards « conditionnels » — c'est-à-dire de déterminer pour chaque objectif de politique possible, les retards dans les changements de politique par rapport au changement dans l'indicateur qui s'y rapporte. Il est nécessaire, pour y arriver, de spécifier un ou des indicateurs de changements dans la politique monétaire, et

des indicateurs du besoin d'un changement correspondant aux divers objectifs de politique possibles.

En ce qui concerne les indicateurs de la politique monétaire, le problème a été simplifié par les faits suivants : dans ses rapports annuels, la Banque du Canada insiste surtout sur la quantité de monnaie ; pour une bonne partie de la période le taux de la Banque du Canada a été ajusté automatiquement sur le taux sensible des bons du Trésor plutôt qu'utilisé comme instrument indépendant de politique ; et enfin au Canada, le taux de réserve imposé aux banques à charte n'est pas une variable politique. Pour ces raisons, et aussi parce que la théorie suggère qu'il est souhaitable d'utiliser des indicateurs de politique monétaire qui soient le plus complètement possible contrôlés par la banque centrale, nous avons utilisé deux séries comme principaux indicateurs de politique monétaire : le stock monétaire total et les réserves nettes (une fois les emprunts soustraits) dont la banque centrale permet aux banques à charte de disposer. Pour la majeure partie de notre travail, nous avons utilisé ces séries dans leur forme nominale (donc sans tenir compte de l'évolution des prix) ajustées pour les variations saisonnières, bien que nous ayons répété les calculs pour les séries en termes réels (*deflated*), et que nous ayons aussi fait les calculs pour deux autres indicateurs que, selon des théories populaires, la politique monétaire doit s'efforcer de contrôler : le taux de rendement des bons du Trésor et le volume des prêts bancaires. Afin de surmonter la difficulté de dater les changements dans les séries marquées d'une tendance séculaire à la hausse, nous avons groupé les mois de la période qui a fait l'objet de l'étude (1950-1962) en des sous-périodes caractérisées par des taux de changements homogènes du stock de monnaie, et avons utilisé le mois final de chacune de ces sous-périodes pour dater les changements dans la politique monétaire. Dans ce but, nous avons classifié la politique monétaire comme expansionniste ou restrictionniste selon que le stock monétaire s'accroissait à un taux supérieur ou inférieur à 3 p.c. par année, c'est-à-dire au taux de croissance qu'implique l'estimation minimum du P.N.B. en 1980 préparée pour le compte de la Commission royale d'Enquête sur les Perspectives économiques du Canada par W.C. Hood et A.D. Scott⁵. Les dates des changements

5. W.C. Hood et A.D. Scott, *Output, Labour and Capital in the Canadian Economy*, Ottawa, Commission royale d'Enquête sur les Perspectives économiques du Canada, 1958.

dans la politique monétaire selon les deux séries retenues correspondaient d'assez près, compte tenu du fait que, pour des raisons techniques, la série des réserves nettes devrait montrer un certain retard par rapport aux données sur le stock monétaire ; elles se conformaient aussi, assez bien, avec les dates des changements dans la politique monétaire telles que tirées des rapports de la Banque du Canada, avec toutefois une exception notable, tôt dans la période, que l'on peut expliquer en prenant pour acquis — ce qui est d'ailleurs confirmé par une expérience personnelle — que la Banque s'est mise à l'abri des critiques en donnant une interprétation fautive de sa politique monétaire passée.

Pour déterminer les retards conditionnels de la politique, nous avons choisi quatre objectifs de politique monétaire sur lesquels la Banque du Canada a insisté dans ses déclarations officielles : stabilisation économique générale, le maintien d'un niveau élevé d'emploi, le maintien de la stabilité des prix et la promotion de la croissance économique. Dans le cas de la stabilisation économique générale et du niveau élevé de l'emploi, le besoin d'un changement dans la politique monétaire a été identifié respectivement avec les pointes et les creux d'un cycle de référence et avec les taux successifs maximums et minimums de chômage. Pour la stabilité des prix, l'indicateur de la nécessité d'une action monétaire a été un taux de changement de l'indice des prix à la consommation supérieur à un pour cent par an, et pour la croissance économique, la nécessité d'un changement dans la politique monétaire a été déterminée par le taux de changement de l'indice de la production manufacturière au cours d'une sous-période homogène, un taux de variation négatif étant considéré comme nécessitant une politique expansionniste, et un taux de changement maximum, une politique restrictionniste.

Les retards conditionnels obtenus ont montré des variations substantielles d'un changement de politique à l'autre, et entre différents objectifs de politique mais — sauf dans le cas de l'objectif de stabilité des prix où en deux occasions la politique monétaire a largement devancé la nécessité d'agir (*substantial lead*) — ils ont confirmé la présence d'un retard assez uniforme dans l'action politique par rapport au moment de l'apparition d'un besoin, l'intervalle étant plus long pour les changements dans le sens de la contraction que pour les changements dans le sens d'une expansion monétaire, dans le cas des objectifs de

stabilisation et de haut niveau d'emploi. Les retards d'ajustement moyens déterminés par l'utilisation du stock monétaire nominal comme indicateur ont été les suivants : pour la stabilisation économique, six mois lorsqu'il s'agissait de suivre une politique expansionniste et onze mois et trois quarts lorsqu'il s'agissait de prendre des mesures restrictionnistes ; pour le haut niveau d'emploi, huit mois et trois quarts lorsqu'il s'agissait de prendre des mesures expansionnistes et onze mois et deux cinquièmes dans le cas d'une contraction de la masse monétaire ; pour la stabilité des prix, un *lead* de trois mois dans le changement de nature expansionniste pour le seul cas de déflation des prix et un retard moyen de trois mois, comprenant un retard moyen de neuf mois dans deux cas et un *lead* de neuf mois dans un cas, pour la contraction monétaire ; pour la croissance économique, un retard moyen de sept mois et demi en ce qui concerne la politique expansionniste et de cinq mois pour la contraction.

Pendant, la question importante pour l'évaluation de l'efficacité de la politique monétaire n'est pas la durée du retard « interne » mais la mesure dans laquelle la présence de ce retard interne réduit l'effet stabilisant de la politique monétaire ou contribue à la déstabilisation de l'économie. Afin de connaître la signification du retard interne sous ce rapport, nous avons utilisé un instrument rudimentaire pour mesurer la contribution nette de la politique monétaire à la réalisation des divers objectifs de la politique économique. Cette mesure a consisté à compter le nombre de mois, durant la période 1950-1961, au cours desquels la politique monétaire est allée dans le sens indiqué comme étant approprié à l'obtention d'un objectif quelconque de la politique, à soustraire de ce nombre les mois au cours desquels elle est allée dans le sens contraire, et à exprimer le résultat obtenu (nombre de mois) en pourcentage du nombre total de mois au cours desquels il a été possible de classer la politique monétaire de cette façon. Cette mesure suppose implicitement que la politique monétaire exerce un effet instantané sur l'économie, ce qui est contraire à l'hypothèse de travail fondamentale de l'étude dans son ensemble ; mais l'effet de cette supposition est probablement de surestimer de façon appréciable la contribution nette de la politique monétaire à la stabilisation dans le cas canadien. En appliquant cette mesure, nous avons fait les calculs, à la fois, pour l'ensemble de la période et pour les deux sous-périodes 1950-1957 et 1958-1961, puisque l'histoire économique du Canada dans l'après-guerre se divise

naturellement en une expérience très satisfaisante qui va jusqu'à quelque part en 1957 et une expérience très insatisfaisante depuis ce temps-là.

En ce qui concerne l'objectif de stabilisation économique, nous avons calculé notre indice pour deux standards différents de politique appropriée. Le premier, il faut l'admettre, très rudimentaire, considérait l'atténuation du cycle comme objectif, et spécifiait que la politique monétaire devrait être expansionniste dans la deuxième moitié de la phase descendante et dans la première moitié de la phase ascendante et restrictionniste dans la deuxième moitié de la phase ascendante et dans la première moitié de la phase descendante. Le résultat obtenu sur cette base, pour le stock monétaire nominal, a été de 41.8 p.c., une moyenne de 24.2 p.c. pour la phase ascendante et de 84.6 p.c. pour la phase descendante du cycle. Le deuxième standard, plus raffiné celui-là, a utilisé deux estimations du produit national brut de plein emploi préparées par un autre membre de l'équipe de recherche, correspondant à des taux de chômage de 3.5 et de 5 p.c. et spécifiait que la politique monétaire devrait être restrictionniste ou expansionniste selon que le produit national brut réel excédait le chiffre estimé ou se trouvait inférieur à celui-ci. Le résultat obtenu, toujours en utilisant le stock monétaire nominal comme indicateur, a été de 15.3 p.c. pour le standard du 3.5 p.c. et de 23.6 p.c. pour celui du 5 p.c. Pour les deux standards, le résultat obtenu a été substantiellement meilleur pour la période 1950-57 que pour la période 1958-1961, le résultat pour cette dernière période n'étant que de 8.3 p.c. selon les deux standards utilisés. En d'autres termes, dans les quatre années 1958-61, la politique monétaire a contribué à la stabilité sur une base nette seulement un mois sur douze.

Pour l'objectif du haut niveau d'emploi, nous avons utilisé des taux de chômage allant de 3.5 à 6 p.c. pour définir le plein emploi, et avons considéré une politique appropriée comme demandant une contraction monétaire lorsque le chômage excédait le niveau du plein emploi. Le rendement de la politique monétaire a varié entre un maximum pour la période de 28.6 p.c. pour le standard de 6 p.c. de chômage ; pour la période 1958-1961, le résultat a été de 8.3 p.c. pour tous les taux utilisés comme indices du plein emploi en dessous de 6 p.c. et de 25.0 pour le plein emploi défini par 6 p.c. de chômage. Pour l'objectif de la stabilité des prix, nous avons utilisé l'inflation ou la déflation à un taux annuel supérieur à un pour cent, pour indiquer le besoin d'une politique monétaire restrictionniste ou expansionniste ;

le rendement de la politique monétaire en rapport avec cet objectif a été de 45.8 p.c., une moyenne de 36.0 p.c. pour la politique anti-inflationniste et de 100 p.c. pour la politique anti-déflationniste. Enfin, en ce qui concerne l'objectif de la croissance économique, nous avons considéré que la politique devrait être expansionniste lorsque la production manufacturière décline en termes absolus, et restrictionniste durant les périodes d'un taux maximum d'expansion de la production manufacturière ; les résultats du test ont été négatifs et élevés à la fois pour la croissance rapide et pour la croissance négative, aussi bien dans l'ensemble de la période que dans les deux sous-périodes.

Comme il a été déjà mentionné, notre façon de mesurer les retards d'ajustement et conséquemment, nos mesures de la contribution nette de la politique monétaire à la stabilisation sont « conditionnelles », c'est-à-dire qu'elles reposent sur l'hypothèse que l'objectif auquel la mesure du retard dans les effets se rapportait était en réalité l'objectif de la politique monétaire. La mesure de la contribution nette, toutefois, suggère une application de la théorie dite « de la préférence révélée » pour déterminer les ordres de priorité entre les divers objectifs dans la conduite réelle de la politique monétaire. Cette application repose sur l'hypothèse que l'objectif pour lequel la contribution nette de la politique monétaire a été la plus élevée soit en réalité l'objectif prioritaire. Sur cette base, la croissance économique ne pourrait pas avoir été un objectif de la politique monétaire durant la période ; en moyenne pour l'ensemble de la période et pour la sous-période 1950-57, la priorité a été accordée à la stabilité des prix, avec le plein emploi au niveau de 4 p.c. de chômage venant ensuite, tandis que pour la période 1958-61, le chômage à 6.5 p.c. a été prioritaire, la stabilité des prix venant après. Les résultats pour 1958-61, cependant, ne concordent pas avec d'autres sources, spécialement avec les discours du Gouverneur de la Banque du Canada ; ils s'expliquent par la coexistence de l'inflation et d'une politique expansionniste dans les quatre premiers mois de 1958, et si la période est sous-divisée à n'importe quel moment après celui-là, la stabilité des prix devient l'objectif prioritaire, le chômage au taux de 6.5 p.c. passant en second lieu.

Les résultats de nos calculs de la contribution nette de la politique monétaire à la réalisation de divers objectifs de politique ne confirment pas l'idée que la politique monétaire discrétionnaire est un instrument efficace pour réaliser ces objectifs. Ils semblent plutôt renforcer les

arguments qui ont été présentés au cours des années récentes en faveur de l'adoption de règles fixes pour la conduite de la politique monétaire, spécifiant que l'expansion de l'offre de monnaie doit se faire à un taux fixe déterminé par le taux d'accroissement à long terme de la demande de monnaie. Afin de prouver la validité de cet argument, nous avons testé les performances comparées de la politique réelle et d'une variété de règles monétaires hypothétiques. Les tests comportaient le calcul d'une offre de monnaie idéale pour chaque trimestre.

Ceci a été fait en utilisant les estimations trimestrielles du P.N.B. de plein emploi de chaque trimestre, en multipliant ce chiffre par l'indice des prix du trimestre précédent et en divisant par la vitesse de circulation du trimestre courant, l'hypothèse de base étant qu'une politique monétaire idéale devrait résister à l'inflation ou à la déflation, mais ne pas chercher à les renverser une fois qu'elles sont en marche, et ainsi devrait fournir une offre de monnaie adéquate pour la circulation d'un P.N.B. de plein emploi à un niveau de prix égal à celui du trimestre précédent. Les tests ont utilisé deux estimations du P.N.B. de plein emploi, l'une étant les séries mentionnées précédemment et l'autre étant obtenue en corrigeant le P.N.B. réel pour tenir compte de l'écart du chômage réel par rapport à un niveau de plein emploi spécifié. Dans chaque test, les déviations de l'offre de monnaie réelle par rapport à l'offre de monnaie idéale, résultats de la politique discrétionnaire ou du recours à une série de règles monétaires étaient comparées les unes aux autres. Les résultats ont montré que si la performance de la politique discrétionnaire était extrêmement pauvre, aucune des règles fixes ne lui était supérieure de façon uniforme et que, dans la plupart des cas, la performance des règles fixes avait été nettement inférieure à la performance de la politique monétaire réelle. La raison en est que, durant la période, il y a eu des variations importantes dans la vitesse de circulation dont la politique discrétionnaire a tenu compte mais dont les règles n'auraient pu tenir compte, variations dont notre recherche sur la vitesse de circulation a montré qu'elles étaient associés à des changements dans le niveau des taux d'intérêt. Ceci a laissé croire fortement que la performance de la politique monétaire ne pourrait pas être améliorée par la substitution de règles non discrétionnaires au jugement de l'autorité responsable de la politique monétaire mais, qu'au contraire, l'amélioration requerrait un raffinement de la compréhension des phénomènes et du comportement monétaires par la banque centrale. Des calculs de

ce genre ne constituent pas, bien sûr, un test entièrement satisfaisant du fonctionnement de règles comparé au fonctionnement de la politique discrétionnaire, puisque ceux qui proposent des règles fixes peuvent toujours soutenir que les variations de la vitesse de circulation qui sont responsables du mauvais fonctionnement des règles fixes sont elles-mêmes le résultat des excentricités de la gestion discrétionnaire ; mais cette affirmation fait de la défense des règles une question de foi plutôt que de démonstration.

La deuxième partie de notre recherche, et la plus importante du point de vue de la formulation de la politique économique, portait sur l'efficacité de la politique monétaire pour contrôler l'économie et sur les retards dans son influence sur l'économie. Manifestement, à cet effet, on aimerait avoir un modèle économétrique global complet de l'économie, contenant une information quantitative sur les façons dont la politique monétaire influence l'économie et sur les divers retards impliqués. Pour autant que nous avons pu le constater, il existe seulement deux modèles de ce type de l'économie canadienne. L'un d'entre eux est le modèle officiel de prévision de l'économie canadienne qui est du type Klein ; à cause de la propension bureaucratique à monopoliser l'information, nous n'avons pu prendre connaissance des détails de ce modèle que lorsqu'il était beaucoup trop tard pour pouvoir en profiter ; mais, sur la base des rares descriptions de ce modèle qui ont été publiées, nous avons eu l'impression qu'il ne pouvait répondre à aucune question importante au sujet de la politique monétaire. L'autre est le modèle de Rhomberg déjà mentionné. Selon ce modèle, la politique monétaire a des effets significatifs, par le truchement des taux d'intérêt, sur la construction domiciliaire, sur la construction non domiciliaire et sur l'investissement dans l'outillage et les équipements nouveaux. Ce qui est encore plus intéressant, c'est que Rhomberg a appliqué son modèle — dans un rapport présenté à l'assemblée de la section ouest de l'Econometric Society au cours de l'été de 1962 — à une comparaison des effets de la politique monétaire et de la politique fiscale sur l'économie canadienne dans un cas de taux de change fixe et dans un cas de taux de change fluctuant. Les résultats indiquent une influence importante de la politique monétaire sur l'économie, influence sujette à un long retard dans l'obtention de l'équilibre et à un processus oscillatoire d'ajustement vers l'équilibre requérant une période de quinze à vingt ans avant de se fixer, la raison principale étant un long retard

dans l'ajustement du taux d'intérêt à long terme au taux d'intérêt à court terme. Malheureusement, le travail de plusieurs membres de l'équipe de recherche de la Commission sur divers détails du modèle de Rhomberg a révélé des défauts sérieux dans les séries statistiques que Rhomberg a utilisées et a soulevé des doutes importants en ce qui concerne sa façon de formuler les diverses relations ; et nous avons été incapables de détecter la sensibilité des grandeurs économiques aux prix et aux taux d'intérêt impliquée dans son modèle, par les formulations de ces relations que nous avons utilisées dans notre propre travail.

Notre aspiration initiale était d'aller aussi loin que possible dans l'estimation d'un modèle d'équilibre général de l'économie canadienne ; mais nous n'avons pu aller très loin dans cette voie, d'abord parce que la division du travail entre le personnel de la Commission laissait l'étude de la consommation et de la balance des paiements à d'autres, ensuite parce que nos propres responsabilités exigeaient que nous accordions une attention à certains problèmes spéciaux en rapport avec le comportement des banques commerciales. Nous nous sommes plutôt concentrés sur l'exploration de trois aspects du comportement de l'économie qui pourraient être inclus dans un modèle plus large : la réponse des banques à charte à la politique de la banque centrale en ce qui a trait au niveau des réserves (*cash management*), et le comportement des actifs des banques à charte ; la demande de monnaie et la détermination des taux d'intérêt ; enfin, les facteurs déterminants des quatre catégories de dépenses d'investissement — la construction domiciliaire, la construction non domiciliaire, l'investissement en machines et équipements nouveaux et l'investissement dans les stocks non agricoles. De plus, nous avons tenté de suivre de près le test de Friedman et de Meiselman qui utilise le multiplicateur plutôt que la vitesse de circulation comme instrument de prévision du revenu futur, et dont une réplique pour le Canada a été présentée par George Macesich ⁶, dans sa recherche d'une influence directe de la quantité de monnaie sur le niveau du revenu au Canada.

Dans la recherche sur la réponse des banques à charte à la politique de la banque centrale quant aux réserves, le problème majeur fut de

6. M. Friedman et O. Meiselman, *The Relative Stability of the Investment Multiplier and Monetary Velocity in the United States, 1897-1958*, Commission on Money and Credit, Washington 1961. Texte miméographié. L'étude de Macesich n'est pas encore publiée.

trouver une formulation économétrique appropriée au système particulier d'exigences quant aux réserves établies par la loi bancaire de 1954. Selon ce système, on exige des banques qu'elles maintiennent une réserve d'encaisse de 8 p.c., le rapport étant établi sur la base de la moyenne des dépôts totaux et des liquidités en caisse pour les quatre mercredis se terminant par l'avant-dernier mercredi du mois précédent, et de la moyenne quotidienne des dépôts à la Banque du Canada durant le mois courant. Conséquemment, les banques ne peuvent pas remplir leurs obligations quant aux réserves en changeant leurs engagements — explication du mode d'opération du contrôle monétaire que l'on retrouve habituellement dans les manuels — parce que les engagements qui s'y rapportent sont fixés par leur comportement passé ; elles doivent plutôt obtenir un montant de dépôts de la Banque du Canada, et la quantité totale disponible est déterminée à la discrétion de la Banque du Canada. Ainsi, en déterminant l'importance de leurs engagements pour le mois en cours, les banques doivent être dirigées par une anticipation concernant le montant des dépôts que la Banque du Canada fournira le mois suivant. En conséquence, nous avons formulé la réponse des banques à charte à la politique de réserves de la banque centrale en termes d'ajustement des dépôts réels à un niveau désiré, basé sur une espérance des réserves futures qui s'appuie en partie au moins sur les réserves effectivement fournies dans le mois en cours et en partie sur une prévision exacte des réserves effectivement fournies dans le mois qui suit, l'ajustement se faisant avec un retard distribué. De plus, nous avons tenu compte du fait que dans le système monétaire canadien, comme dans le système anglais, d'après une convention, on s'oppose à ce que les banques soient endettées à l'égard de la banque centrale autrement que temporairement, en introduisant séparément dans la régression les réserves qui résultent d'un emprunt et les autres ; et nous avons tenu compte de la possibilité d'une relation inverse entre l'excès de réserves et les taux d'intérêt à court terme en introduisant dans la régression le taux des bons du Trésor.

Les résultats de la régression établie à partir des séries statistiques originelles ont été tout à fait insatisfaisants ; il y eut une forte autocorrélation et les coefficients de corrélation calculés ont été beaucoup trop élevés pour être plausibles. Ce dernier résultat fut dû en grande partie à une tendance marquée à la baisse dans les pourcentages de réserve effectivement conservés par les banques, qui reflétait clairement

le processus de l'apprentissage des opérations sous les nouvelles exigences quant aux réserves dans le contexte nouveau du marché monétaire à court terme créé actuellement par la Banque du Canada. Afin de surmonter ces problèmes, nous avons recalculé la régression sous la forme des différences premières et les résultats ont été beaucoup plus satisfaisants : à la fois les signes et les grandeurs des coefficients reliant les changements dans les dépôts aux variations des réserves empruntées et des autres réserves et au taux d'intérêt des bons du Trésor se conformaient aux attentes théoriques — par exemple, le coefficient qui se rapportait aux réserves qui proviennent d'emprunts était inférieur et en fait égal à environ la moitié du coefficient des autres réserves — et le pourcentage des variations expliqué par la régression à plusieurs variables (*coefficient of multiple determination*) était passablement élevé pour une régression établie à partir des différences premières (.517). La moyenne pondérée du retard distribué dans l'ajustement des dépôts aux variables qui les déterminent était de la moitié d'un mois. Nous avons conclu alors, que le contrôle de la Banque du Canada sur les dépôts des banques à charte est très serré et immédiat ; bien qu'il soit possible que ce contrôle soit marqué d'un « coulage » plus important que souhaitable.

Dans notre travail sur la gestion des actifs des banques à charte, nous avons tenté d'estimer, au moyen d'une équation simultanée élaborée, la détermination des rapports des catégories principales d'actifs — les actifs liquides, les placements et les prêts — au total. Cette tentative s'est soldée par un échec complet. Le seul résultat significatif obtenu fut de trouver une relation inverse sûre entre l'importance relative des actifs les plus liquides des banques — le rapport du total de l'encaisse, des *call loans*, des actifs nets étrangers et des obligations du gouvernement du Canada aux actifs totaux — et le taux de rendement des obligations industrielles, qui fut stabilisé comme approximation pour le taux de rendement des prêts bancaires (la dernière série, disponible seulement sur une base annuelle était en corrélation étroite avec la première). Nous avons interprété ce rapport comme une sorte de courbe d'offre de prêts bancaires.

Il vaut la peine d'enregistrer également un autre résultat de notre recherche sur la gestion des actifs des banques, même si nous y sommes arrivés par des procédés de mesure frustes plutôt que par une conclusion statistique. On a souvent prétendu, au Canada aussi bien qu'au Roy-

aume-Uni et aux États-Unis, que la politique monétaire influence l'économie surtout par le truchement de ses effets sur le volume des prêts bancaires ; on a de plus prétendu que, puisque les prêts bancaires ne répondent que lentement à la politique monétaire générale, une sorte de contrôle direct sur les prêts bancaires serait souhaitable pour renforcer ou se substituer à la politique monétaire générale. Dans notre travail sur le retard d'ajustement interne, nous avons eu l'occasion de mesurer le retard des points tournants dans les prêts bancaires par rapport aux changements dans la politique monétaire, et avons trouvé que le retard moyen était d'environ neuf mois. Pour la période couverte dans notre recherche, dans trois cas on a recouru au contrôle qualitatif des prêts bancaires ; le retard d'ajustement en rapport avec ces cas particuliers pouvait être déterminé à partir d'une preuve empirique et des déclarations de la Banque du Canada. Selon ces sources, le retard moyen dans les effets du contrôle qualitatif était de l'ordre de quatre à cinq mois — c'est-à-dire de la moitié moins long que le retard dans les effets de la politique monétaire générale sur les prêts bancaires — mais néanmoins un retard appréciable du point de vue de la politique de stabilisation.

Le deuxième domaine couvert par notre recherche touchait la demande de monnaie au Canada et la détermination des taux d'intérêt. Savoir si oui ou non il existe une demande de monnaie qui soit une fonction stable de quelques paramètres constitue évidemment une question cruciale tant pour la politique que pour la théorie monétaires. Dans notre recherche sur ce problème, nous avons été guidés par le travail antérieur de Georges Macesich qui a appliqué aux statistiques canadiennes l'approche de Richard Selden ⁷ où la demande de monnaie est considérée comme une application spéciale de la théorie de la demande. Macesich a trouvé que le seul facteur déterminant significatif de la vitesse de circulation au Canada était le coût de garder la monnaie tel qu'indiqué par les taux de rendement des obligations gouvernementales, l'influence du coût des substituts à la monnaie et du revenu disponible *per capita* étant insignifiante. Dans notre propre travail, nous nous sommes appuyés sur les résultats de Macesich lorsque nous nous

7. R.-T. Selden, « Monetary Velocity in the United States », in Friedman, éd., *Studies in the Quantity Theory of Money*, Chicago : University of Chicago Press, 1956, pp. 179-267, George Macesich, « Determinants of Monetary Velocity in Canada 1926-1958 », *The Canadian Journal of Economics and Political Science*, vol. XXVIII, no 2, mai 1962, pp. 245-254.

sommes concentrés sur l'influence des taux d'intérêt sur la réciproque de la vitesse de circulation, c'est-à-dire le rapport de la monnaie au revenu ; mais nous avons aussi été influencés par les résultats du docteur Clarence Barber selon lesquels l'emprunt de reconversion de 1958 a augmenté la demande de monnaie, déplaçant vers la droite la courbe reliant le rapport monnaie-revenu au taux d'intérêt⁸. En accord avec les résultats de Barber, nous avons introduit une variable liquidité dans la fonction de la demande de monnaie, cette variable étant l'échéance moyenne dans l'ajustement du rapport monnaie-revenu à son niveau d'équilibre. L'équation de régression, qui en est résultée, établie sur la base des données qui vont du premier trimestre de 1955 au quatrième trimestre de 1961 et ajustées pour éliminer les variations saisonnières a été :

$$\left(\frac{M}{Y}\right) = 12.266 + 0.662 \left(\frac{M}{Y}\right)_{t-1} - 0.376 r_t + 0.012 A_t$$

(0.084) (0.107) (0.004) $R^2 = .821$

dans laquelle $\frac{M}{Y}$ est le rapport en pourcentage de la masse des billets plus les dépôts des banques mais en excluant les dépôts du gouvernement, au produit national brut au taux annuel, r est le taux des bons du Trésor à trois mois (en pourcentage) et A est l'échéance moyenne (en mois) de la dette gouvernementale dans les mains du public. (Les chiffres entre parenthèses représentent les erreurs types ; R^2 est le pourcentage des variations expliquées par la régression.) L'équation d'équilibre correspondante a été :

$$\frac{M}{Y} = 36.252 - 1.110 r + 0.035 A$$

Selon ces équations, la moyenne pondérée du retard dans l'ajustement du rapport monnaie-revenu à son niveau désiré est de vingt-six semaines — une demi-année — ; en relation avec le taux moyen des bons du Trésor et avec l'échéance moyenne de la dette détenue par le public durant la période, l'élasticité-intérêt du rapport monnaie-revenu est de $- .097$ et l'élasticité-échéance de $+ .109$. L'équation implique que l'emprunt de reconversion de 1958 a été équivalent à une réduction de huit pour cent dans l'offre de monnaie (augmentation

8. Rapport présenté à la Commission royale d'Enquête sur la Banque et la Finance par le professeur Clarence-L. Barber.

dans la quantité de monnaie demandée). Le fait que l'échéance moyenne de la dette gouvernementale dans les mains du public exerce une influence significative sur la demande de monnaie a certaines implications intéressantes pour la politique monétaire et la théorie monétaire. Pour la politique monétaire, ceci implique que, et l'administration de la dette et la composition des opérations d'*open-market*, ont des conséquences monétaires significatives ; pour la théorie monétaire, ceci implique que même si la demande de monnaie peut être expliquée largement par un petit nombre de variables, l'explication pourrait probablement être améliorée en accordant plus d'attention à la liquidité des autres actifs détenus par le public.

Dans notre recherche sur la détermination des taux d'intérêt, nous avons suivi deux méthodes alternatives pour la détermination du taux à long terme qui, selon la théorie reconnue, est le taux significatif pour les décisions concernant la dépense ; la première suppose que le taux d'intérêt à long terme est déterminé par le taux à court terme par le moyen d'un mécanisme d'anticipations, la deuxième supposait que le taux à long terme est déterminé par le revenu et les quantités relatives d'actifs à échéances diverses disponibles. Pour l'explication du taux à court terme, nous avons suivi l'étude qu'Arthur Okun a faite pour le compte de la Commission on Money and Credit⁹, en supposant que ce taux est déterminé par la quantité de monnaie, le niveau de la dépense nationale brute et les montants de titres gouvernementaux à diverses échéances détenus par le public. Les résultats de la régression ont montré, de façon plutôt surprenante, que le taux des bons du Trésor dépendait seulement des quantités de titres gouvernementaux à diverses échéances dans le public et pas de la quantité de monnaie et du niveau de revenu ; une explication possible de ce résultat serait que les changements dans la quantité de monnaie sont contrebalancés par des changements en sens opposé dans le montant des titres de la dette détenus par le public sauf lorsque les prêts bancaires varient et que les changements des prêts bancaires se font corrélativement avec les variations du revenu. Pour autant que l'on puisse se fier aux résultats, ceux-ci impliquent que la politique fiscale, l'administration de la dette et la composition des opérations d'*open-market* influencent toutes

9. Arthur Okun, *Monetary Policy, Debt Management and Interest Rates: A Quantitative Appraisal*, Commission on Money and Credit, Washington 1961, mimeographié.

le taux d'intérêt à court terme, de sorte que ces politiques doivent être coordonnées si l'on veut faire une politique économique efficace. Les résultats sont toutefois quelque peu douteux, puisque les signes des rapports entre les quantités de titres de la dette à diverses échéances et le taux des bons du Trésor ne concordent pas entièrement avec ce à quoi l'on pourrait s'attendre selon la théorie des actifs.

L'approche des « anticipations » pour déterminer le taux à long terme sous l'influence du taux à court terme a donné des résultats concordant avec l'hypothèse que le taux à long terme est une moyenne des taux à court terme anticipés (spécifiquement, le « taux à court terme attendu ») plus une prime au risque qui varie à l'inverse du niveau du taux à court terme. Les résultats de la régression ont aussi indiqué un retard extrêmement long dans l'ajustement du taux à long terme au taux à court terme — la moyenne pondérée du retard étant d'un an et demi — mais la véracité de ce résultat est très douteuse, puisqu'un nouveau calcul fait en utilisant les taux des bons du Trésor non ajustés au lieu des taux ajustés pour tenir compte des variations saisonnières a réduit le retard d'ajustement pondéré moyen à sept mois. La méthode « directe » pour l'explication du taux à long terme a donné des résultats dans lesquels la majeure partie de l'explication est fournie par un rapport positif avec le niveau de revenu ; ce résultat est, toutefois, probablement le résultat falsifié de la coexistence de tendances à la hausse de taux à long terme et du revenu.

Le troisième domaine sur lequel a porté notre recherche englobait les déterminants de quatre catégories de dépenses d'investissement — la nouvelle construction domiciliaire, la nouvelle construction non domiciliaire, les machines et équipements nouveaux et les stocks non agricoles. Dans chaque cas, nous avons formulé la nouvelle demande d'investissement en termes d'un processus d'ajustement capital-stock ; et nous avons tenu compte de l'influence de la politique monétaire en introduisant dans les calculs de régression diverses séries de taux d'intérêt et une série statistique sur la quantité réelle de monnaie.

Le marché de la nouvelle construction domiciliaire au Canada, tout comme aux États-Unis, est dominé par la garantie gouvernementale des hypothèques à des taux d'intérêt et des termes déterminés ; de plus, depuis 1957, le gouvernement du Canada a lui-même fourni des montants importants de prêts hypothécaires.

Le fait que les taux d'intérêt sur les hypothèques garanties par le gouvernement soient fixés par celui-ci et soient relativement « visqueux » implique une forte possibilité que le montant des fonds que les institutions privées envisagent de consacrer aux prêts hypothécaires soit positivement relié à la différence dans le taux de rendement entre les hypothèques garanties et les autres placements possibles, de sorte que la politique monétaire influencera le montant de la nouvelle construction domiciliaire par son action sur cette différence dans les taux et sur l'offre privée de prêts hypothécaires. L'existence d'une telle influence de la différence dans les taux de rendement sur l'offre de fonds hypothécaires privés a été confirmée par un calcul de corrélation entre le montant des prêts hypothécaires approuvés par les institutions prêteuses et la différence entre le taux des hypothèques garanties et le rendement des obligations industrielles, que nous avons introduit comme étant l'alternative à l'intérêt sur les prêts hypothécaires. Nous avons pensé que ce résultat, conjugué au fait que le gouvernement consent des prêts hypothécaires sur une haute échelle, justifiait l'utilisation des hypothèques approuvées sous le couvert de la loi nationale sur l'habitation comme une variable de politique influençant la dépense pour la construction domiciliaire nouvelle, la série des hypothèques approuvées étant pondérée pour refléter le retard distribué des mises en chantier par rapport aux approbations. D'autres variables introduites dans la régression incluaient le revenu réel per capita courant et « permanent », le stock de logements (*housing stock*) à la fin du trimestre précédent, diverses séries sur les termes des hypothèques et sur les variables monétaires. D'après les résultats, seulement les prêts hypothécaires accordés, corrigés par l'indice de pondération, le revenu *per capita* courant et le stock d'habitations à la fin du trimestre précédent sont apparus comme des facteurs déterminants significatifs de la dépense pour l'habitation, la politique monétaire exerçant une influence seulement par le truchement de son action sur les prêts hypothécaires approuvés par les institutions prêteuses via la différence des taux de rendement déjà mentionnée. Ceci fut un résultat décevant puisque la construction domiciliaire constitue le secteur principal d'activité sur lequel l'influence de la politique monétaire est généralement considérée comme significative ; mais l'absence des variables monétaires parmi les déterminants significatifs peut être, en partie, le résultat de la qualité

pauvre des statistiques canadiennes sur le financement de la construction d'habitations.

Dans notre recherche sur les déterminants de la dépense pour la nouvelle construction non domiciliaire et pour l'outillage et l'équipement nouveaux, nous avons de la même façon utilisé les mêmes formulations théoriques et économétriques. Deux théories alternatives se trouvaient incorporées dans ces formulations : selon la première, les dépenses d'investissement des entreprises sont déterminées principalement par les profits ou les liquidités disponibles, et selon la deuxième, elles sont déterminées par le principe de l'ajustement capital-stock. L'application de ce dernier principe a été restreinte par l'absence de séries statistiques sur les « stocks d'entreprises productives » (*business structures*) et d'équipement productif ; il a été nécessaire de substituer à ces séries manquantes l'indice de la production industrielle et ses déviations par rapport à la tendance de longue durée. Les résultats économétriques ont montré que la nouvelle construction non domiciliaire était déterminée par les profits non distribués et l'amortissement du capital (*cash flow*) tandis que la dépense d'outillage nouveau et d'équipement se conformait au principe de l'ajustement capital-stock. La différence entre les résultats dans les deux cas nous a semblé plausible étant donné que les besoins de machines et d'outillage devraient être plus directement reliés à la production courante que les besoins d'usines, tandis que ces derniers devraient dépendre davantage du degré de prospérité de l'activité économique (*business affluence*). Dans ni l'un ni l'autre des cas, les résultats de la régression ont montré une influence significative des facteurs monétaires, que ce soit sous la forme du taux d'intérêt ou d'autres taux de rendement ou sous la forme de la quantité réelle de monnaie. Afin de pousser plus loin le test sur l'influence des facteurs monétaires, nous avons répété les calculs de régression, en abaissant notre seuil de signification au niveau de cinq pour cent ; aucune variable nouvelle n'est entrée dans le calcul sur les machines et l'outillage nouveaux. Dans le calcul sur la nouvelle construction non domiciliaire, le taux de rendement des obligations à long terme du gouvernement des États-Unis est apparu comme une variable significative avec le signe auquel on pouvait s'attendre en se basant sur la théorie — un résultat pas du tout encourageant pour la politique monétaire canadienne —, mais le taux de rendement des obligations industrielles canadiennes est apparu marqué d'un signe contraire à

celui auquel nous devons nous attendre sur la base de la théorie, un résultat pour lequel nous n'avons pu trouver d'explication plausible. De plus, en suivant certains résultats de l'étude de Ando, Brown, Kareken et Solow, nous avons essayé d'obtenir une explication statistique des séries portant sur les nouvelles commandes de machines et d'outillage, en nous basant sur l'hypothèse que ces séries, qui portent sur les commandes, constituent un meilleur indice de la demande d'investissement que les dépenses réelles ; le résultat fut un échec complet, en grande partie, croyons-nous, parce que les séries statistiques sur les nouvelles commandes sont extrêmement peu sûres.

En essayant d'expliquer les mouvements dans les stocks non agricoles, nous avons suivi les lignes habituelles de l'analyse de l'investissement dans les stocks ; les résultats furent extrêmement pauvres, même si les résultats de la régression confirmèrent la relation négative attendue entre l'investissement dans les stocks et les changements dans les ventes. Au cours d'une autre analyse de régression, nous avons introduit le taux de variation de l'offre réelle de monnaie et avons trouvé une relation négative significative entre l'investissement dans les stocks et le taux de changement de l'offre réelle de monnaie ; l'interprétation de cette relation a été une sorte de casse-tête, puisque l'influence de l'expansion monétaire sur l'épuisement des inventaires devait se manifester par le truchement des ventes courantes.

L'aspect final de notre recherche consistait à tester l'influence directe de la quantité de monnaie sur le niveau de revenu ; bien qu'aucune influence significative de la quantité de monnaie sur les composantes de la dépense d'investissement ne fût apparue dans nos calculs de régression, nous croyions, sur la base du test de Friedman et Meiselman utilisant le multiplicateur au lieu de la vitesse de circulation comme instrument de prévision du revenu, qu'une telle influence pourrait apparaître dans les données globales. En fait, George Macesich, ayant appliqué le test de Friedman et Meiselman aux données canadiennes, trouve entre les variations de la masse monétaire et celles du revenu un intervalle (*discrete lag*) de deux trimestres. Notre propre recherche a été basée sur une formulation « retard distribué » et a pu détecter une influence des changements dans l'offre de monnaie sur le niveau de revenu ; en particulier, nous avons trouvé une relation significative entre les changements dans le rapport monnaie-revenu et les change-

ments dans le revenu. Incidemment, notre recherche a montré que, lorsque le revenu décalé (*lagged income*) était introduit dans l'explication du revenu, la valeur prévisionnelle (*predictive power*) de la vitesse de circulation disparaissaient : le meilleur instrument de prévision du revenu devenait tout simplement le revenu décalé et non l'offre de monnaie.

Pour résumer les résultats de notre étude, notre recherche sur le retard d'ajustement interne a montré que ce retard était important durant la période étudiée, et que, par conséquent, l'utilisation de la politique monétaire pour la stabilisation à court terme était remarquablement inefficace ; d'un autre côté, l'adoption d'une règle fixe pour la gestion monétaire n'aurait pas produit d'amélioration dans la performance de la politique monétaire et aurait bien pu produire des résultats encore pires, dus à l'existence de variations importantes dans la vitesse de circulation qui pourraient être attribuées aux variations dans les taux d'intérêt et dans l'échéance moyenne des titres de la dette gouvernementale dans les mains du public. Dans notre recherche sur le retard d'ajustement externe et sur l'efficacité de la politique monétaire, nous n'avons pas eu de difficultés à retrouver les effets de la politique monétaire sur le système bancaire et les taux d'intérêt ; mais nous n'avons pas eu beaucoup de chance lorsqu'il s'est agi de retrouver certains effets de la politique monétaire sur la dépense, que ce soit par le truchement des taux d'intérêt ou par le truchement des changements dans la quantité de monnaie. On assimile conventionnellement ce problème à la recherche d'une aiguille dans un tas de foin ; nous n'avons trouvé aucune aiguille et seulement une faible indication de l'endroit où l'aiguille pourrait se trouver. Pour la nouvelle construction domiciliaire, nous avons effectivement détecté une influence de la politique monétaire s'exerçant, par l'intermédiaire de la différence entre le taux de rendement des hypothèques garanties par le gouvernement et celui des obligations industrielles, sur le montant des prêts hypothécaires approuvés par les institutions prêteuses, et, conséquemment, sur la dépense pour la construction d'habitations ; pour la nouvelle construction non domiciliaire, nous avons trouvé une influence des taux d'intérêt à long terme aux États-Unis, accompagnée d'un effet pervers des taux de rendement des obligations industrielles canadiennes ; et pour les stocks, nous avons trouvé une relation inverse troublante entre l'investissement dans la formation de stocks et le taux de changement de la quantité de

monnaie. En revanche, nous avons détecté des influences significatives de la quantité de monnaie sur le revenu global.

En conséquence, nous croyons que, bien que nous ne puissions conclure à un effet significatif de la politique monétaire sur l'économie canadienne, nous ne pouvons pas non plus soutenir que l'influence de la politique monétaire au Canada est insignifiante. L'étude d'ensemble faite par nos collègues pour le compte de la Commission a suggéré une raison importante expliquant notre incapacité d'arriver à des résultats mieux définis : une fonction importante du *planning* financier des entreprises consiste à arranger les finances des entreprises de façon à éviter la « dislocation » du *business planning* par les changements de politique monétaire.

Bien que notre recherche n'ait pas révélé une influence importante de la politique monétaire sur l'économie canadienne, les preuves que nous avons pu accumuler indiquent la présence de retards d'ajustement importants dans le fonctionnement de l'économie canadienne. Selon nos résultats, les dépôts bancaires retardent d'un demi-mois sur les réserves mises à la disposition des banques à charte par la banque centrale ; la demande de monnaie s'ajuste aux changements dans ses déterminants avec un décalage d'une demi-année, le taux des bons du Trésor, avec un délai d'un trimestre et le taux à long terme s'ajuste au taux à court terme avec un retard qui varie entre sept et dix-huit mois. Pour la dépense de nouvelle construction domiciliaire, nous avons trouvé un intervalle de trois mois entre les changements dans la différence des taux de rendement et les variations dans le montant des prêts hypothécaires consentis par les institutions, et un intervalle de six mois entre le moment où les prêts sont approuvés et le moment où la dépense est effectuée. La nouvelle construction non domiciliaire s'ajustait aux variations de ses facteurs déterminants avec un décalage de soixante et onze semaines, la machinerie et l'outillage avec un décalage de vingt-six semaines, les stocks non agricoles de vingt à vingt-trois semaines, et l'influence de la quantité de monnaie sur le revenu global se faisait sentir dans un délai qui peut se placer n'importe où entre six mois et deux ans et demi. Dans le fonctionnement de l'économie, il est évident que ces retards s'accumulent et ont pour résultat un processus beaucoup plus long d'ajustement de l'économie à une perturbation initiale.

La conclusion générale qui se dégage de notre étude est que l'effet de la politique monétaire sur l'économie canadienne est imprécis, lent

et variable ; il y a un certain rapport, mais il est très peu clair. Cette conclusion a des implications importantes du point de vue de l'utilisation de la politique monétaire comme instrument de stabilisation à court terme, car elle signifie que les responsables de la politique se retrouvent face à trois options possibles. La première est de s'habituer à l'idée que la politique monétaire opère lentement et de façon imprécise, et d'être moins ambitieux (*lower their sights*) du point de vue de la politique de stabilisation. La deuxième est de mobiliser des ressources dans le but d'améliorer les connaissances sur le mode de fonctionnement de la politique monétaire et sur la façon de l'utiliser efficacement. La troisième est de diriger la politique monétaire en fonction de l'objectif à long terme de la croissance économique, en l'utilisant pour maintenir un « environnement » monétaire stable à long terme, et de compter sur d'autres instruments — la politique fiscale et peut-être divers contrôles directs — pour la stabilisation économique à court terme.

Harry-G. JOHNSON,
professeur à l'université de Chicago