

**FORUM DE LA REGULATION**  
*Paris, 11 et 12 octobre 2001*

# **Une Nouvelle Régulation Monétaire des Banques Centrales ? L'Expérience du Canada 1991-2001**

**Edwin Le Heron**

*Maître de conférences  
CRECQSS / Sciences Po – Bordeaux  
edwin.leheron@noos.fr*

## **Résumé**

En donnant la parole à la Banque du Canada, nous observons une politique monétaire originale qui tente de maintenir son autonomie, tout en respectant les changes flottants. Les nombreuses innovations montrent le choix d'une nouvelle régulation monétaire. Loin du dilemme *règle versus discrétion* des anciennes démarches monétariste et keynésienne, nous analyserons un nouveau dilemme, *crédibilité versus confiance*, où les anticipations des agents économiques, le comportement des marchés financiers et le prix des actifs jouent un rôle prépondérant. Nous chercherons à caractériser cette nouvelle régulation monétaire.

## **Abstract**

By giving the word to the Bank of Canada, we observe an original monetary policy. It tries to maintain its autonomy, while respecting floating exchange rates. Many innovations show the choice of a new monetary control. Far from the dilemma *rule versus discretion* of the former monetarist and keynesian methods, we shall analyze a new dilemma, *credibility versus confidence*, where the anticipations of the economic agents, the behavior of financial markets and the price of assets play a dominating role. We'll try to characterize this new monetary regulation.

*JEL : E42, E50, E52, E58*

## **FORUM DE LA REGULATION**

*Paris, 11 et 12 octobre 2001*

# **Une Nouvelle Régulation Monétaire des Banques Centrales ? L'Expérience du Canada 1991-2001<sup>1</sup>**

**Edwin Le Heron**

*Maître de conférences  
CRECQSS / Sciences Po – Bordeaux  
edwin.leheron@noos.fr*

Avec la fin en 1973 du système de taux de change fixe issu de Bretton Woods et la montée de l'inflation, les problèmes monétaires deviennent incontournables. Par l'abandon progressif du cadre keynésien et l'adoption d'une régulation d'inspiration monétariste, les politiques monétaires et, en particulier, l'objectif interne de lutte contre l'inflation, prennent une large autonomie au sein des politiques économiques. Mais, les changes flottants n'ayant permis de stabiliser ni les changes, ni les balances des paiements, l'objectif externe de la politique monétaire est resté d'actualité. La globalisation des échanges ayant conduit à l'émergence de zones monétaires plus ou moins optimales au sens de Mundell, une opposition fait jour entre les pays « dominant » monétairement une zone (Etats-Unis, Japon et Allemagne), qui peuvent privilégier les objectifs internes de la politique monétaire, et les pays « dominés » (dont le Canada et la France) souvent contraints de choisir l'objectif externe. L'accentuation de l'intégration régionale, au sein de l'Aléna pour l'Amérique du Nord et Centrale et de l'Union Économique et Monétaire pour douze pays Européens, a ainsi rendu plus aigu le choix du régime de change et a soulevé la question de l'autonomie des politiques monétaires nationales (triangle d'incompatibilité de Mundell). À la fin des années 1980, l'instabilité des agrégats monétaires, l'importance accrue des marchés financiers, avec le spectre de crises financières récurrentes, accompagnée d'une idéologie libérale décomplexée, a conduit progressivement à l'adoption d'un nouveau mode de régulation monétaire.

Ainsi depuis une dizaine d'année, le cadre des politiques monétaires s'est largement modifié. Cette évolution a été déterminée autant par des raisons historiques, institutionnelles que théoriques. Plus limités pour les pays dominant une zone monétaire, les changements ont été beaucoup plus radicaux pour les pays « dominés » comme le Canada et la France. Si les nouvelles conceptions théoriques (nouvelle école classique et nouvelle école keynésienne) sont connues, l'évolution du cadre institutionnel est par contre bien moins « maîtrisée ». Nous chercherons à le clarifier en répondant aux questions suivantes :

---

<sup>1</sup> Je remercie Eric Tymoigne (UMKC) et Jean-François Ponsot (université de Bourgogne) pour leurs remarques.

Quelle autonomie pour les politiques monétaires des pays « dominés » ? Que peut-on déduire de l'expérience canadienne des dix dernières années quant à un nouveau mode de régulation monétaire ?

Lorsque nous parlons de monnaie, les dimensions historique, institutionnelle et politique sont fondamentales et doivent compléter l'analyse économique. L'examen attentif des conventions de la banque centrale du Canada par l'étude de sa fonction de réaction, de ses communiqués et publications sera le moyen privilégié de compréhension de son comportement. L'objectif n'est pas tant de juger que de comprendre la mise en place de ces conventions dans les années 1990. En donnant la parole à la banque centrale, nous examinerons la politique monétaire du Canada, puis nous chercherons à définir les caractéristiques de la nouvelle régulation monétaire.

## I. Le Canada dans les années 1990 : un essai d'autonomie de la politique monétaire

Dans les années 1990, le Canada et la France ont été des pays monétairement « dominés » dans leur aire régionale. Mais, contrairement à un pays comme la France qui a choisi les changes fixes et l'abandon de l'autonomie de sa politique monétaire pour permettre l'UEM et la construction d'une monnaie unique en Europe, le Canada a préféré les changes flottants pour maintenir une relative autonomie de sa politique monétaire. Ceci a obligé sa banque centrale à innover dès 1991.

### I.1. Objectif, stratégie, instrument et transmission de la politique monétaire

Économie très ouverte, en particulier avec son grand voisin (80 % de son commerce extérieur), le Canada a fait le choix des changes flottants<sup>2</sup> pour conserver une autonomie à sa politique monétaire. Comme l'a montré Mundell, il n'est pas possible dans une économie mondialisée où les capitaux circulent librement de poursuivre simultanément un objectif externe de change et des objectifs internes d'inflation et de croissance. Le choix par les banques centrales d'une régulation sur les marchés par les seuls prix renforce le triangle d'incompatibilité, car le seul instrument disponible est le taux d'intérêt. Une des justifications fortes en faveur des changes flottants est la différence importante de structure de production entre le Canada et les Etats-Unis. Cette différence explique et rend nécessaire des évolutions séparées des deux monnaies. La définition de la politique monétaire suit les sept étapes suivantes :

[1] En février 1991, le Canada est un des premiers pays<sup>3</sup> a adopté un objectif de cible d'inflation. La fourchette est fixée aujourd'hui pour 5 ans [2001-2006] à [1 % – 3 %], soit un cœur de cible à 2 %. L'objectif secondaire est de minimiser l'écart de production, mesuré par la différence entre la production potentielle et la production effective. Il s'agit d'une cible de l'inflation attendue et elle a pour vocation d'influencer les anticipations des agents. Cette cible est définie au Canada par la banque centrale. Très compréhensible, elle permet de mesurer directement l'efficacité de la politique monétaire. L'indice des prix à respecter est l'Indice des Prix à la Consommation global (IPC), mais la banque centrale utilise un indice d'inflation tendancielle (aujourd'hui IPCX), moins volatile à court terme, pour guider sa politique monétaire.

---

<sup>2</sup> Il s'agit d'une tradition au Canada, seul des pays développés à ne pas rester dans le système de change fixe de Bretton Woods. La sortie en septembre 1950, est selon, Gordon Thiessen, déjà inspirée en partie par les idées de Milton Friedman. Seule la période du keynésianisme triomphant le conduit à choisir les changes fixes (1962-1970).

<sup>3</sup> La Nouvelle-Zélande est le premier pays en 1989, suivi du Canada en 1991 puis du Royaume-Uni en 1992, de la Finlande et la Suède en 1993, de l'Australie et l'Espagne en 1994. En février 1991, l'objectif fixé par la banque centrale du Canada était de 3 % pour fin 92, puis 2 % (fourchette de 1 à 3 %) pour fin 95, renouvelé deux fois pour trois ans, avant d'être déterminé pour cinq ans [2001-2006].

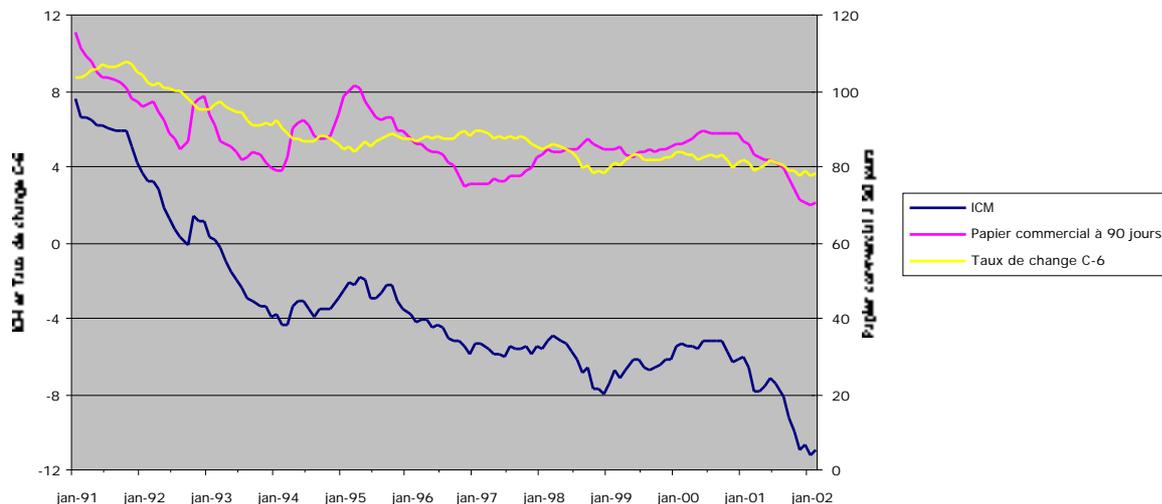
Il reprend 84 % des éléments d'IPC, supprimant les 8 composantes les plus volatiles (fruits, énergie, tabac, ...) et les effets immédiats des modifications des impôts indirects.

[2] La banque centrale calcule les prévisions trimestrielles, c'est-à-dire les fluctuations des variables exogènes étrangères et internes, la tendance de l'activité économique, afin d'anticiper la production effective et de mesurer l'écart de production attendu (capacités inutilisées ou excédentaires). Pour calculer la production potentielle, la formule intègre le concept du Nairu et renvoie donc à une conception monétariste et dichotomiste. Toutefois le niveau de la production potentielle et l'écart de production étant tous deux des chiffres estimés, leur calcul est considéré comme entaché d'une grande incertitude. En conséquence, la Banque s'attache aussi à une série d'indicateurs pour évaluer le degré de pression sur les capacités productives (tensions salariales, goulets d'étranglement, croissance du crédit, agrégats monétaires, ...). La banque centrale affirme s'inquiéter autant d'un écart de production négatif que positif.

[3] La Banque du Canada établit pour les Conditions Monétaires, c'est-à-dire l'effet combiné du niveau des taux d'intérêt à court terme et du taux de change du dollar canadien, une trajectoire qui fera que 6 à 8 trimestres plus tard (délai retenu pour l'action de la politique monétaire), l'inflation sera dans la fourchette-cible. L'Indice des Conditions Monétaires [ICM] est donc au centre du dispositif et de la fonction de réaction de la banque centrale [Graph. 1]<sup>4</sup>. À la suite de calculs empiriques, cet indice intègre les taux d'intérêt et de change dans une proportion de trois et de un. Ainsi, une variation du taux de change de 3 points équivaut sur la production à une variation des taux d'intérêt de 1 point. La formule de l'ICM est la suivante :  $ICM = [PC90 - 7,9] + [100/3] \times [Indice(C-6) - Indice(91,33)]$

PC90 = Taux du papier commercial canadien à 90 jours ; C-6 = Indice pondéré du dollar canadien par rapport à 6 grandes monnaies étrangères (\$, €, Yen, £, Franc Suisse, Couronne Suédoise), base 100 en 1992<sup>5</sup>, afin de mesurer l'importance relative de leurs effets estimés sur la demande globale.

Graph 1 : Indice des Conditions Monétaires (ICM = 100 en janvier 1987)



L'ICM a été calculé conventionnellement pour être égal à zéro en janvier 1987. Bien sûr la

<sup>4</sup> Tous les graphiques ont été construits par l'auteur à partir des banques de données disponibles sur le site de la Banque du Canada, géré par Eades, webmaster@bank-banque-canada.ca.

<sup>5</sup> La formule intègre les pondérations suivantes pour les différentes devises : C-6 = 100 x (1 / ((É.-U. 0,8584) x (U.E. 0,0594) x (Japon 0,0527) x (R.-U. 0,0217) x (Suisse 0,0043) x (Suède 0,0035))) / 1,046294

composition des conditions monétaires n'est pas maîtrisée par la banque centrale et des combinaisons sont préférables à d'autres. Il vaut mieux des taux d'intérêt bas et un taux de change élevé que l'inverse.

Ceci permet à la banque centrale du Canada (BduC) d'avoir une politique monétaire autonome grâce aux changes flottants, tout en intégrant le canal de transmission du taux de change. C'est important pour un petit pays aussi ouvert. Car la valeur externe du dollar américain influence fortement la demande de biens et services.

[4] La banque centrale détermine alors le taux cible du financement à un jour<sup>6</sup>  $r_j$  adéquat.

La BduC a innové en supprimant les réserves obligatoires. Elles ont été remplacées par un système de réserve zéro, grâce à des « incitations » financières (sanction lorsque le montant des réserves d'une banque s'éloigne de zéro)<sup>7</sup>.

En change flottant, la transmission de la politique se fait par les canaux des taux d'intérêt  $r$  et du taux de change  $e$  qui se retrouvent dans la formule de l'ICM. Plus la hausse du taux court paraît durable, plus elle se répercute sur les taux longs. Les variations des taux longs sont fonction de l'évolution prévue des taux réels, d'une prime de risque et du taux d'inflation anticipé. Celles du taux de change dépendent des attentes du marché concernant la politique nationale et les effets externes comme la politique américaine, l'évolution du prix des matières premières ou la position conjoncturelle relative. La transmission de la politique monétaire est considérée se dérouler sur 18 à 24 mois. Elle est globalement la suivante :

$r_j$        $r_{MT}, r_{LT}$  et  $e$       ICM      Dépenses et Ventes      Production et Emploi      Prix

Bien sûr la banque centrale n'essaye pas de réagir aux variations quotidiennes du taux de change. Pour déterminer le moment adéquat de son intervention, la banque centrale doit tenir compte de la conjoncture des marchés financiers. Elle doit par exemple se méfier d'anticipations extrapolatives sur le marché des changes, d'où la nécessité d'expliquer systématiquement la situation et la politique monétaire pour qu'elle ne soit pas mal interprétée.

[5] Cela suppose qu'il n'y ait pas de chocs supplémentaires. Ainsi la trajectoire est celle souhaitée pour les Conditions Monétaires données.

[6] D'autres scénarios dont des « scénarios de risque » sont élaborés pour voir comment réagissent les Conditions Monétaires.

[7] À chaque nouvelle information, les prévisions évoluent, ce qui peut modifier la trajectoire souhaitée de l'ICM. Ainsi en 1994, face aux perspectives d'une croissance plus vigoureuse que prévue, la trajectoire désirée fut réévaluée pour être moins expansionniste, d'où un resserrement des Conditions Monétaires. Trois types de chocs sont à analyser :

- Ceux qui font varier le niveau des Conditions monétaires désiré par la BduC, mais pas le niveau effectif (un choc de demande par exemple).

- Ceux qui font varier et le niveau désiré et le niveau effectif (comme une hausse du prix des matières premières faisant monter la demande et le taux de change).

- Ceux qui font varier le niveau effectif sans faire varier le niveau désiré par la BduC (choc exogène du taux de change que la banque centrale devra neutraliser).

Il y a un processus itératif de [2] à [7].

---

<sup>6</sup> Il correspond au point médian de la fourchette opérationnelle de 50 points définie par la BduC pour le taux des fonds à un jour. Auparavant le taux directeur était le taux officiel d'escompte établi à la limite supérieure de la fourchette opérationnelle.

<sup>7</sup> Sur ce point, se reporter à [Kevin Clinton, 1998].

## I.2. Incertitude, transparence et crédibilité : la philosophie générale de la politique monétaire canadienne

Par la référence au Nairu, la politique monétaire canadienne reste inspirée par la théorie monétariste. Mais dans sa pratique, elle en est aujourd'hui radicalement éloignée. L'instabilité de la relation entre masse monétaire et inflation a conduit dès le début des années 1980 à l'abandon d'un quantitativisme simpliste. Comme le faisait alors remarquer un responsable de la BduC : « *Nous n'avons pas abandonné M1, c'est M1 qui nous a abandonné* ». Ainsi l'importance d'une incertitude radicale, la complexité des anticipations, la nécessité de transparence, de communication et de crédibilité, la théorie des jeux sont devenus les concepts fondamentaux de la nouvelle politique monétaire.

L'incertitude est la difficulté majeure mise en avant par les responsables de la banque centrale du Canada dans la définition et la transmission de la politique monétaire. L'optimisme du contrôle de l'inflation par la seule base monétaire selon la théorie quantitative a totalement disparu. Comme l'affirme David Laidler [2001] :

*« L'économiste du milieu universitaire peut très bien décider de ne pas tenir compte de l'incertitude, ce qu'il fait d'ailleurs couramment, mais l'économiste d'une banque centrale ne peut se payer ce luxe ».*

Cette incertitude prend notamment deux chemins : premièrement, les événements inattendus, chocs externe et interne, les erreurs de prévisions qui peuvent amener la politique monétaire sur une mauvaise trajectoire et deuxièmement lorsque le secteur privé ne voit pas clairement les objectifs à long terme de la politique monétaire. Gordon Thiessen<sup>8</sup> indique que ces deux incertitudes peuvent se combiner lorsque les marchés ne savent interpréter la réaction des autorités monétaires à un choc. Une perception différente de la situation entre banque centrale et marchés crée des problèmes et augmente l'incertitude. La BduC affirme que lorsque les marchés sont « *nerveux et instables* », il est préférable de les stabiliser en privilégiant la stabilisation du taux de change avant de revenir vers les objectifs internes (inflation et croissance).

Face à cette incertitude, la banque centrale peut prendre un certain nombre d'initiatives. Selon G. Thiessen [1995, 2001-2], cela passe essentiellement par la transparence, l'information et la crédibilité de la banque centrale. Pour réduire l'incertitude, il cite six directions :

[1] La stabilité des prix est le meilleur cadeau qu'une banque centrale puisse offrir à l'économie.

*« Une inflation à la fois basse et stable réduit l'incertitude et incite aux investissements nécessaires pour augmenter la productivité et la compétitivité. » [Gordon Thiessen, 1995]*

[2] Une cible explicite d'inflation doit être annoncée, ce qui influence petit à petit les anticipations des différents agents. La banque centrale est alors comptable de ces décisions.

[3] Définir un objectif intermédiaire comme l'ICM qui tient compte du taux de change, puisque le Canada est en change flottant. G. Thiessen insiste sur le fait que changer le taux d'escompte n'est pas changer de politique monétaire, mais s'adapter à de nouvelles Conditions Monétaires présentes et surtout anticipées. Cela augmente la crédibilité de l'action.

[4] Définir une fourchette cible pour le taux de refinancement à un jour. Cette fourchette, qui est actuellement de 50 points de base, permet d'accroître la transparence des actions de la banque centrale.

[5] Une plus grande divulgation de l'information concernant les opérations de la BduC. L'information doit concerner, à la fois les mesures de politique monétaire et l'interprétation que fait la banque centrale de la situation à venir.

---

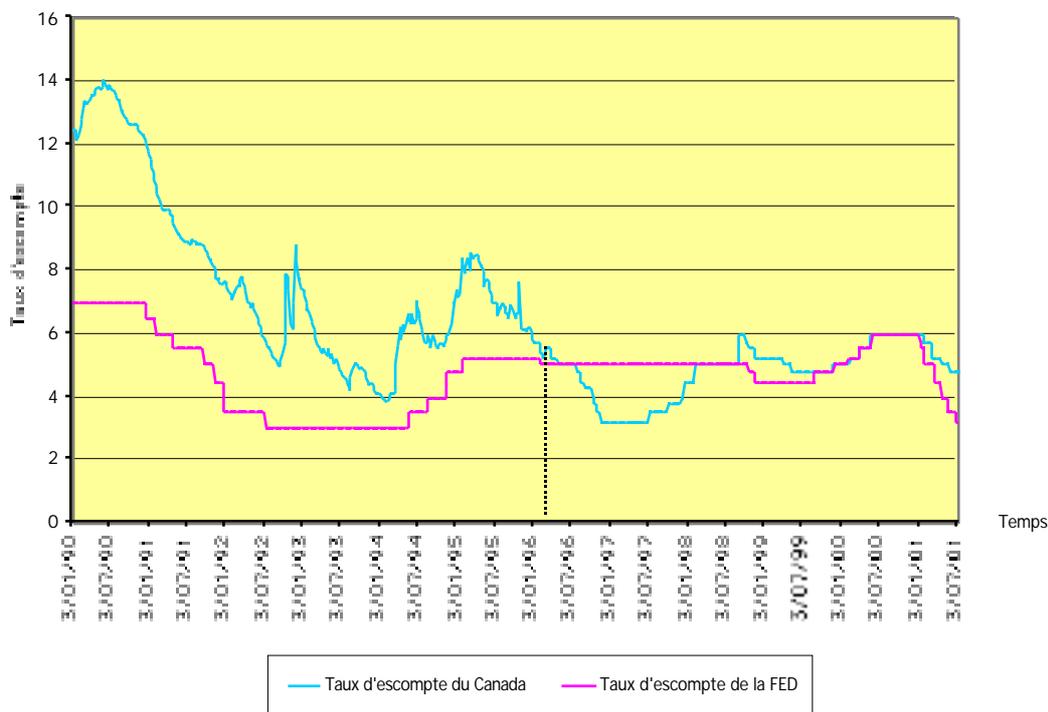
<sup>8</sup> Gordon Thiessen fut gouverneur de la banque centrale du Canada de 1994 à 2001. Avant lui, ce fut John Crow (1987-1994). Aujourd'hui, ce poste est occupé par David Dodge.

[6] Contrairement au monétarisme, l'effet de surprise de la politique monétaire doit être bannie. Ainsi la forte volatilité à court terme du taux cible du financement à un jour propre à la démarche monétariste disparaît. Les taux sont maintenus au niveau adéquat le plus longtemps possible afin de stabiliser les anticipations. La courbe d'évolution du taux d'escompte prend une forme caractéristique en escalier. Nous l'observons au Canada en 1996, bien après les E.U. [Graph. 2].

Il faut utiliser au maximum les conventions du marché, d'une part en conditionnant les attentes, d'autre part en essayant de les respecter. La crédibilité donne de la certitude pour réagir aux chocs. Une grande transparence permet en effet de faciliter le processus de transmission de la politique monétaire :

« La Banque essaie de travailler de pair avec les marchés et non à leur encontre pour éviter de les surprendre par des mesures inattendues. » [Gordon Thiessen, 2000-2]

Graph. 3 Taux d'escompte de la FED et de la Banque du Canada



Par contre, les agrégats de monnaie et de crédit « ne sont pas considérés comme des maillons de la chaîne qui lie les mesures prises par la Banque au taux d'inflation » [G. Thiessen, 1995]. Ce sont des indicateurs sans plus. Pendant longtemps, le crédit était vu comme déterminé par la demande de financement, les institutions financières se contentant passivement de la satisfaire (horizontalisme pur et diviseur du crédit des keynésiens). Avec le monétarisme, les autorités monétaires ont cru à une courbe d'offre verticale, le contrôle de la base monétaire suffisant à maîtriser le crédit. Aujourd'hui la Banque du Canada affirme se poser deux questions : premièrement, les mesures de politique monétaire entraînent-elles un ajustement automatique du crédit ? C'est-à-dire, une baisse du taux d'intérêt à court terme implique-t-elle nécessairement une hausse de la demande de crédit (comme dans le modèle IS-LM) ? Si la réponse est non, la banque centrale doit surveiller le crédit ; deuxièmement, existe-t-il des chocs ayant leur source directement sur les marchés du crédit (comme un « credit crunch ») ? Mais pour la Banque du Canada, cette approche par le canal du crédit n'explique pas ou peu la demande globale.

Évidemment ce pouvoir accru obtenu par les banques centrales indépendantes pose le problème de leur responsabilité devant le pays et de leur relation avec le gouvernement démocratiquement élu. Outre le respect de l'objectif annoncé (cible d'inflation), l'article 14 de la loi sur la Banque du Canada représente un mécanisme de responsabilisation. Les cibles sont censées être définies d'un commun accord par la BduC et le Ministre des Finances. Donc le pouvoir d'émettre des instructions dont jouit le Ministre des Finances [art. 14], mais qu'il n'a jamais exercé, a encore moins de chance de l'être aujourd'hui. Un désaccord conduirait à la démission du gouverneur et un nouveau serait nommé pour appliquer la cible souhaitée par le Ministre. L'importance d'une telle décision ne pourrait se produire que lors d'une crise très grave. Alors que les déclarations conjointes de la BduC et du gouvernement ont souligné le degré de collaboration et d'entente existant entre les deux instances, ce qui a rassuré sur les engagements pris.

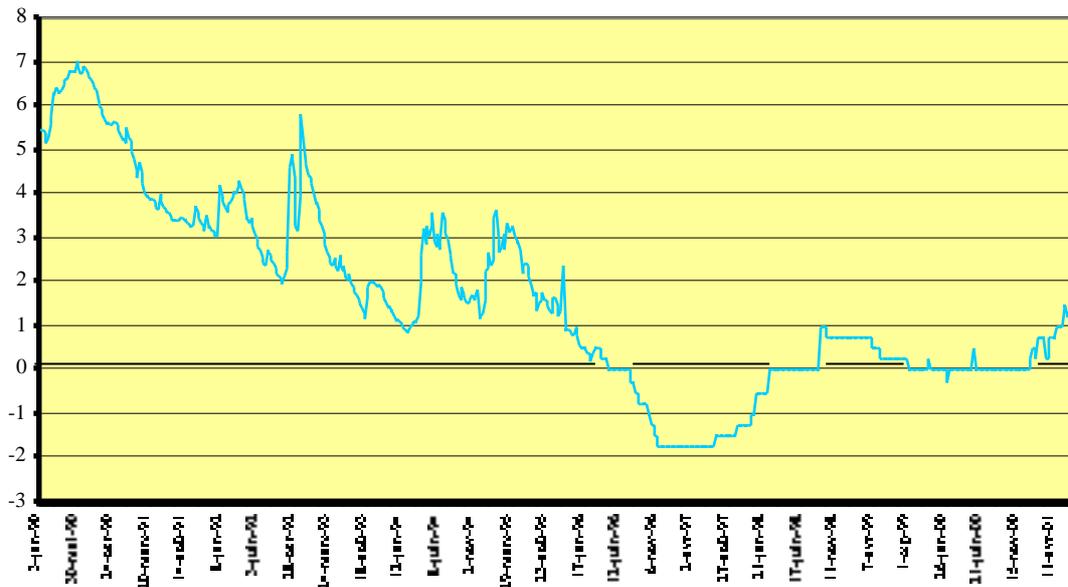
La Banque du Canada dégage trois conclusions de son expérience des années 1990. Premièrement, la politique monétaire ne peut être menée de façon mécanique compte tenu de l'incertitude. Une approche automatique du type de la règle de Taylor n'est pas applicable. Il faut par contre un point de mire à moyen terme stable (cible d'inflation, ICM), ce qui exclut les tentatives de réglage fin cherchant à éviter les fluctuations cycliques.

Deuxièmement, l'importance des anticipations des participants aux marchés financiers et l'internationalisation des économies expliquent une grande volatilité des taux et l'impossibilité de contrôler toute la gamme des taux. La principale influence de la banque centrale sur les taux à long terme passe par les attentes du marché concernant l'inflation.

Troisièmement, les marchés plus incertains, plus mondialisés et ouverts obligent à une plus grande transparence des objectifs (cible d'inflation), mais surtout de la mise en œuvre de la politique monétaire. L'objectif, l'action et le pourquoi de cette action doivent être systématiquement clarifiés. Toutefois l'information n'est utile que si elle est crédible, d'où l'importance de respecter les engagements.

Les résultats sur le front de l'inflation ont été très positifs pour le Canada et même meilleurs, à la fin de la décennie, que son voisin, les Etats-Unis. Il en est de même pour l'évolution des taux d'intérêt [Graph. 3]. Par contre la croissance et le niveau du chômage sont restés très décevants, sanctionnés par une baisse régulière du taux de change [Graph. 4]. Nous n'essaierons pas ici de trancher sur un éventuel biais déflationniste de sa politique monétaire, pour nous intéresser plus structurellement aux conventions des banques centrales et donc à l'émergence possible d'une nouvelle régulation monétaire. Le discours de la banque du Canada et ses nombreuses innovations laissent entrevoir une nouvelle stratégie dans la politique monétaire que nous allons essayer de généraliser.

Graph. 3 Différentiel de taux d'escompte (Banque du Canada - FED)



Graph. 4 Taux de change \$/\$ canadien

Dollar américain



## II. Une nouvelle régulation monétaire ?

Après-guerre, le projet dominant social démocrate prônait un libéralisme où la construction des institutions relevait du choix de l'homme et donc où l'homme d'Etat tenait une place centrale. Si ce libéralisme critique l'utopie du socialisme, elle considère que la « raison » est nécessaire à la progression des démocraties. Au début des années 70, avec la fin du consensus keynésien, le libéralisme a commencé à se radicaliser d'abord sous la houlette de Milton Friedman et de l'école de Chicago, puis avec le retour au premier plan à la fin des années 1970 des thèses des « nouveaux » classiques et de Friedrich Hayek. L'effondrement de l'alternative socialiste ne fera que renforcer cette radicalisation du modèle libéral. Toutefois, nous constatons que le nouveau modèle de régulation monétaire a finalement prolongé une conception libérale proche et même plutôt en retrait de celle de Friedman et refusé totalement celle d'Hayek et des ultra libéraux. Dans l'équilibre des forces entre nouveaux classiques et nouveaux keynésiens, ce sont ces derniers qui ont finalement le plus influencé le discours et le comportement des banques centrales modernes.

Ainsi depuis le début des années 60, trois régimes<sup>9</sup> de régulation monétaire se sont succédé : keynésien jusqu'en 1973-1974, monétariste jusqu'à la fin des années 1980 et, enfin, un « nouveau » régime depuis 1990-1991. Après avoir rappelé brièvement les deux régimes précédents, nous chercherons à définir ce nouveau régime en s'appuyant essentiellement sur l'expérience du Canada, pays précurseur en la matière.

### II.1. Rapide historique des régimes de régulation monétaire depuis 1960

#### 1) Le modèle keynésien de régulation monétaire

Durant les années 60, le modèle keynésien<sup>10</sup> s'applique à peu près partout. Dans ce libéralisme social démocrate, la politique et les hommes d'Etat, donc la raison, sont au centre de la conception économique. On refuse alors une conception naturaliste ou « spontanéiste » du libéralisme économique. En 1969, Raymond Aron est représentatif de cette démarche :

*« Un régime économique est toujours une création humaine : à cet égard, les mécanismes du marché ne diffèrent nullement de la planification centralisée. Que l'on ait jadis jugé le marché conforme à la nature, qu'on y ait vu le résultat de lois dites naturelles, il ne s'agit là que de péripéties de l'histoire des idées. Le contenu proprement scientifique de l'enseignement des économistes se présente le plus souvent enveloppé, parfois dissimulé, dans des représentations idéologiques, des jugements de valeur, des métaphysiques, caractéristiques d'une époque et promises à un inéluctable vieillissement. Ainsi le libéralisme a été souvent travesti en loi de la nature alors qu'il ne s'épanouit qu'avec l'aide de l'art politique, et de l'art le plus haut. »*

Pour les keynésiens, l'homme d'Etat est le seul à pouvoir penser la globalité et donc la macroéconomie. Il est le seul à pouvoir construire des anticipations globales et imaginer une situation optimale. Or comme les anticipations des agents économiques, particulièrement celles des entrepreneurs, ne conduisent pas spontanément vers un équilibre de marché socialement optimal, l'homme d'Etat doit agir sur le marché.

---

<sup>9</sup> Nous entendons par régime de régulation monétaire, une stratégie cohérente d'action, reposant sur une organisation institutionnelle et un corpus théorique. Ce régime s'appuie sur une problématique qui doit tenir compte de l'évolution historique de l'environnement économique. Toutefois, cette évolution n'est pas tant exogène qu'endogène. La montée du libéralisme a largement justifié et exigé les évolutions des années 1980 (désintermédiation, déréglementation, dérégulation).

<sup>10</sup> Nous le retrouvons dans le rapport de la commission Porter, l'équivalent du rapport Radcliffe de la Grande Bretagne pour le Canada, commission qui a travaillé d'octobre 1961 à 1964. Nous entendons par Keynésien, le keynésianisme de la synthèse, résumé

L'organisation monétaire en découle. Comme la monnaie n'est neutre ni à court ni à long terme, la politique monétaire est intégrée à la politique économique et dépend du gouvernement. La banque centrale est sous le contrôle du pouvoir politique et se contente de mettre en œuvre cette politique. La dimension nationale est privilégiée puisqu'elle est le cadre légitime de la politique économique. Pour traiter des relations monétaires internationales, les changes fixes de Bretton Woods, c'est-à-dire un accord politique négocié, sont préférés à une régulation par les marchés. On pense à l'époque que des réserves de devises suffisantes et un taux de change raisonnable suffisent à conserver l'autonomie de la politique monétaire. Il est vrai que les échanges financiers internationaux sont encore faibles.

La politique monétaire s'intègre au cadre général d'analyse du keynésianisme standard. La courbe de Phillips est admise. On doit trouver un équilibre dans l'arbitrage entre inflation et chômage. Le modèle IS-LM est accepté, même si des discussions font jours sur la forme de LM et la frontière entre monnaie et actifs financiers. La politique monétaire d'inspiration keynésienne suit quatre principes généraux :

[1] La politique monétaire est considérée comme un volet d'une politique macroéconomique poursuivant quatre objectifs : le carré magique. Politiques monétaire, budgétaire et gestion de la dette publique doivent être coordonnées pour atteindre ces objectifs où l'emploi et la production sont privilégiés. L'accent est essentiellement mis sur le court terme. Objectifs interne et externe coexistent.

[2] La politique monétaire est considérée en elle même comme peu efficace et, dès lors, est plutôt au service de la politique budgétaire que le contraire. Si en théorie les conditions du crédit peuvent avoir une influence forte, la politique monétaire devait être évitée à cause de ses retombées négatives possibles (instabilité des instruments de la politique monétaire, instabilité financière, instabilité de la demande de monnaie via le motif de spéculation, trappe à la liquidité, répercussion sur la balance des paiements).

[3] L'instrument est la quantité de monnaie ou de liquidité disponible et l'objectif est le taux d'intérêt. Il vaut mieux essayer de stabiliser le taux d'intérêt pour ne pas perturber l'investissement que de le faire varier. L'influence de la politique monétaire emprunte essentiellement le canal du taux d'intérêt et du crédit, en modifiant la position en liquidités des institutions financières. Mais cette incidence est considérée comme faible et lente à se manifester : « *On ne peut pousser sur une ficelle* » [Commission Porter, p. 496].

[4] Les contrôles officiels des quantités plutôt que des interventions par les prix sont habituels sur les marchés du crédit (encadrement du crédit) et des changes, en particulier lors de situations difficiles et en courte période. De même, des politiques sélectives sont justifiées.

N'intégrant pas initialement une détermination des prix, le modèle IS-LM avait été complété de manière très discutable par une courbe de Phillips. De même les changes fixes ne furent jamais réellement justifiés d'un point de vue théorique. Enfin la tradition « horizontaliste » (l'offre déterminée par la demande) ne permettait pas une prise en compte du comportement des banques et de l'offre de monnaie. Ainsi le keynésianisme fut très démuni face aux problèmes que rencontrèrent les pays développés au début des années 1970 (inflation, flottement des monnaies).

## 2) Le modèle monétariste de régulation monétaire

Le modèle monétariste qui va progressivement s'imposer dans les années 70 marque le renouveau d'un libéralisme naturaliste fondé sur un quantitativisme réformé. Le cadre de lois naturelles conduisant l'économie réelle à un équilibre général de marché est à nouveau accepté. Par contre, suivant le principe de la dichotomie entre les sphères réelle et monétaire, et contrairement à la croissance ou au niveau de chômage (refus de la courbe de Phillips), la monnaie ne relève pas de lois naturelles. Elle est une institution des

hommes qui, dans le cadre moderne de la monnaie signe, ne peut être régulée par le marché et la concurrence. La monnaie n'est neutre qu'à long terme et c'est donc aux autorités monétaires de la neutraliser à court terme. L'inflation n'est que monétaire.

À cause d'une institution comme la monnaie, la « raison » est utile pour conserver l'équilibre naturel. Mais il s'agit de la « raison » d'une banque centrale indépendante ayant le monopole de l'émission de la monnaie ultime (la base monétaire). Comme l'homme d'Etat ne recherche que des objectifs à court terme, il perturbe l'équilibre de marché. L'utilisation de la monnaie pour ses objectifs à court terme doit être absolument évitée car inutile à long terme (équilibre naturel) et perturbant l'économie en déclenchant l'inflation à court terme. La dimension nationale est privilégiée.

[1] La monnaie ne devant pas être confiée au gouvernement et ne pouvant l'être au marché, c'est une banque centrale indépendante et des techniciens de la monnaie qui doivent la neutraliser en s'appuyant sur une règle quantitative simple. La masse monétaire doit progresser à un taux égal à celui du taux de croissance naturel de long terme de la production qui ne dépend que de facteurs réels.

[2] La politique monétaire est efficace et utile, mais uniquement si elle vise le long terme et un objectif interne : la maîtrise de l'inflation. Contrairement à la politique discrétionnaire des keynésiens, les monétaristes réclament une discipline monétaire stricte, le respect de la règle.

[3] L'instrument est le taux d'intérêt à court terme et l'objectif la stabilisation de l'offre de monnaie, mesurée par des agrégats (base ou masse monétaire). Le taux d'intérêt peut être modifié rapidement et brutalement. L'effet de surprise peut jouer. La fonction de demande de monnaie et la vitesse de circulation sont considérées comme stable à long terme. Cette stabilité est renforcée si l'offre est stabilisée.

[4] Il faut adopter un régime de change flottant. La stabilité externe de la monnaie (taux de change) est le résultat de la stabilité interne (absence d'inflation).

En voulant s'opposer systématiquement à la théorie keynésienne standard, le monétarisme friedmanien en reprend de nombreuses caractéristiques (un peu comme Marx avec Ricardo) : analyse macroéconomique privilégiant la politique économique et donc la dimension nationale, non-neutralité de la monnaie (à court terme), approche institutionnelle et historique de la monnaie, fonction de consommation liée au revenu, offre de monnaie exogène, importance du taux d'intérêt...

Rapidement admis, le monétarisme sera également rapidement abandonné, en tout cas sous sa forme initiale. On constate très vite une forte instabilité de la relation entre les agrégats monétaires, dont la définition est extrêmement difficile, et l'inflation. De plus les changes flottants n'ont pas conduit à des prix d'équilibre, loin s'en faut. Des régions en construction telle l'Europe ne peuvent l'accepter. Les années 1980 vont voir se succéder des recherches et des essais divers, souvent peu satisfaisants. Ce n'est qu'au début des années 1990 qu'un nouveau régime de régulation va apparaître. Plus pragmatique que le monétarisme, il en retient toutefois les éléments les plus fondamentaux.

## II.2. Une nouvelle régulation monétaire

Nous allons maintenant essayer de caractériser la nouvelle régulation monétaire (NRM) à partir de l'expérience canadienne des années 1990, qui a fait suite à la transformation massive des systèmes monétaire et financier dans les années 1980.

1) Du dilemme *Règle versus Discretion* au dilemme *Crédibilité versus Confiance*

Le problème central de la nouvelle régulation monétaire est l'importance de l'incertitude sur les marchés et donc celui des anticipations des agents privés. L'économie est de plus en plus internationalisée, les marchés financiers ont pris plus d'importance, les capitaux disponibles pour la spéculation sont de plus en plus importants. Ainsi une politique monétaire nationale ne peut plus s'imposer comme il y a vingt ou trente ans. La relation entre les marchés et la politique monétaire est devenue très complexe et sa compréhension doit faire appel à la théorie des jeux. Un objectif important de la politique monétaire est de réduire l'incertitude sur les marchés en essayant d'influencer ou de se servir des anticipations et des conventions du marché.

L'incertitude en question est une incertitude radicale, non probabilisable, notamment parce qu'elle intègre les anticipations des agents privés qui s'appuient sur des conventions. Or ces conventions sont non seulement instables, mais prévoir les dates exactes de leur changement est un exercice très périlleux. D'où la volonté de la banque centrale d'essayer de les influencer par la transparence des objectifs et des actions et donc la crédibilité de sa politique. Par exemple lorsque la BCE a haussé ses taux d'intérêt en 2000 alors que l'€ était en difficulté vis-à-vis du \$, l'impact sur le taux de change a été négatif contrairement à ce que la théorie enseigne. En effet, la convention du marché était d'analyser la faiblesse de l'€ comme une conséquence du différentiel de croissance négatif de l'Europe par rapport aux Etats-Unis. Or une hausse des taux d'intérêt sur une économie à faible croissance et pour laquelle le marché ne percevait pas de tensions inflationnistes, contrairement au discours de la BCE, a conduit celui-ci à sanctionner une politique qui devait accroître le problème et non le résoudre.

Il est donc nécessaire, selon nous, de distinguer crédibilité et confiance. Il y a « crédibilité » d'une banque centrale lorsqu'elle « *fait reconnaître sa détermination de préserver le régime monétaire sur lequel elle a engagé sa stratégie, en dépit des déviations qu'elle consent pour absorber les chocs dans les meilleures conditions possibles* » [Aglietta, 1995, p.112]. Ainsi la politique monétaire est considérée comme « crédible » lorsque les agents économiques pensent que la banque centrale continuera à suivre les mêmes règles, donc que sa fonction de réaction est stable, malgré les nécessaires ajustements conjoncturels. Nous parlerons de « confiance » lorsqu'il y a compréhension mutuelle entre la banque centrale et les agents économiques, c'est-à-dire lorsque les conventions et la stratégie de la banque centrale sont en adéquation avec celles des autres acteurs (les intervenants des marchés financiers, le pouvoir politique, les entreprises). Ainsi, il peut y avoir crédibilité sans confiance et la confiance peut n'être que partielle. En simplifiant à l'extrême, nous pouvons dire que la BCE mène une politique de crédibilité (malheureusement selon une partie des agents privés) et la FED et la Banque du Canada une politique de confiance. D'ailleurs Alan Greenspan définit le niveau optimal d'inflation comme celui où les agents cessent de considérer l'inflation dans leurs décisions économiques. La « raison » de l'homme d'État qu'il soit gouvernement (keynésiens) ou banque centrale (monétaristes), ne peut plus facilement s'imposer aux marchés. La NRM préfère la confiance à la crédibilité du monétarisme traditionnel<sup>11</sup>.

Dès lors, il y a un réel dilemme pour les banques centrales dans leur relation avec les marchés. Ce dilemme repose sur le choix difficile entre crédibilité et confiance. La banque centrale doit essayer de convaincre les marchés du bien fondé de son action, afin d'utiliser leur force. Elles doivent afficher un objectif clair et le respecter afin d'être crédible. Leur stratégie doit être transparente, annoncée et chaque

---

<sup>11</sup> D'autant que pour ce dernier, la crédibilité est fondée sur le respect d'un modèle sous-jacent considéré comme relevant de lois naturelles de long terme : l'équilibre général walrassien et le Nairu, selon la théorie quantitative. Ainsi la banque centrale monétariste

modification de leur instrument (taux d'intérêt à court terme) explicité en même temps que leur analyse de la situation. Cet effort de communication a pour objectif de réduire l'incertitude dans leur relation avec les marchés, mais aussi l'incertitude des marchés eux-mêmes (quant à l'inflation, au taux d'intérêt, au taux de change...). La banque centrale doit réduire les risques de crises bancaires et financières en faisant mine d'avoir compris les marchés, d'admettre ses conventions et de les aider éventuellement en cas de problème (statut de payeur en dernier ressort, stabilisation du prix des actifs financiers). C'est particulièrement vrai dans un contexte où les marchés financiers sont en situation de bulle spéculative et lorsque l'économie est fortement endettée.

Mais pour que la politique monétaire soit efficace et crédible, les banques centrales ne peuvent suivre systématiquement les attentes du marché sans créer un alea moral important. L'histoire des crises monétaires et financières des trente dernières années montre sans équivoque que nous fonctionnons dans un système de diviseur de crédit<sup>12</sup>. La banque centrale ne s'autorise des politiques de contraintes de liquidité que lorsqu'elle est sûre de ne pas mettre en danger le système bancaire et financier et donc lorsque son « agressivité » ne sera pas trop fortement ressentie. Elle évite en particulier de mettre en danger les banques les plus importantes (principe du « too big to fail »<sup>13</sup>). Certains affirment que la baisse importante des taux du Fed en 2001 a eu comme déterminant la volonté d'éviter un éclatement de la bulle spéculative. Car en cas de désaccord entre les analyses des autorités monétaires et les marchés, ce sont ces derniers qui imposent leur choix, le rappel d'éventuels fondamentaux ne servant à rien, sauf au moment du changement de convention, c'est-à-dire trop tard. Les exemples récents de l'Euro ou du Nasdaq le montrent.

Ainsi les banques centrales indépendantes apparaissent comme des géants aux pieds d'argile. Ne pouvant s'imposer par la force de la règle, elles doivent utiliser les anticipations des marchés pour amplifier leur action, comme un effet de levier. Pour cela les anticipations des marchés doivent correspondre aux leurs. La banque centrale a donc intérêt à les manipuler pour qu'elles aillent dans leur sens. Il faut absolument éviter les mauvaises interprétations d'où un effort pédagogique systématique et des tactiques issues de la théorie des jeux à mille lieux de l'assurance simpliste et de l'effet de surprise de la politique monétariste quantitative.

*« Nous ne considérons plus l'effet de surprise comme un élément important dans la mise en œuvre de nos mesures de politique monétaire. Nous préférons que les agents économiques du secteur privé anticipent nos mesures plutôt que d'y réagir. »* [Gordon Thiessen, 1995]

Certains vont même plus loin. Norman Cameron indique que :

*« La banque centrale devrait accorder plus d'importance aux prévisions de l'inflation émanant du secteur privé lorsqu'elle doit décider comment réagir à un choc. Si les prévisionnistes du secteur privé s'attendent à ce que l'inflation dépasse le niveau pris pour cible, la banque centrale devrait resserrer les conditions monétaires ; s'ils prévoient un niveau inférieur au niveau visé, elle devrait à l'inverse les assouplir. »* [Résumé du Colloque de la Banque du Canada, 3 et 4 mai 1997, p.76]

L'objectif n'est pas d'agir sur les conditions réelles de l'économie, mais bien directement sur les anticipations des agents privés, anticipations jugées auto-réalisatrices. En donnant au marché un signe qu'elle l'a compris, la banque centrale anticipe un changement des anticipations et donc du comportement

---

pense connaître le vrai modèle réel.

<sup>12</sup> Le système de diviseur de crédit a été notamment développé en 1959 et 1962 par Jacques Le Bourva [Maurice Baslé, Marc Lavoie, 1996]. Nous pouvons rappeler les crises mexicaine et japonaise ou le sauvetage des caisses d'épargne aux Etats-Unis et du Crédit Lyonnais en France.

<sup>13</sup> Il est en effet souvent difficile pour une banque centrale de faire la différence entre crise de liquidité (de la responsabilité de la

des agents privés. Mais elle crée alors les conditions d'un fort *alea moral*. À trop vouloir suivre l'opinion dominante des marchés (choix de la confiance), ce sont les anticipations des marchés qui risquent de déterminer la politique monétaire et ainsi remettre en cause sa crédibilité. Car si elle communique sur son raisonnement au nom d'une transparence revendiquée, les prévisionnistes du secteur privé pourront manipuler leurs anticipations, proférer des menaces, afin d'obtenir la politique monétaire qu'ils désirent (par exemple sur la nécessité d'une baisse des taux et d'une injection de liquidités face au risque d'un krach). Mais en s'opposant à l'opinion des marchés financiers au nom de la crédibilité (refus de la confiance), la banque centrale prend le risque d'une forte instabilité financière et globalement d'une situation économique non optimale (croissance ralentie).

Ainsi derrière les mots transparence, communication, crédibilité se cachent la volonté de la banque centrale de manipuler les anticipations du secteur privé. Et au jeu du chat et de la souris, la question est de savoir si cette nouvelle régulation monétaire est assez robuste pour garantir le respect de ses objectifs. Loin d'une politique monétaire exogène déterminée par une banque centrale indépendante, nous observons plutôt une politique monétaire endogène qui cherche à sauver les apparences. Ceci est encore plus vrai pour les pays monétairement dominés.

## 2) Les caractéristiques de la Nouvelle Régulation Monétaire

Si la nouvelle régulation monétaire fait beaucoup d'emprunts aux approfondissements microéconomiques des nouveaux keynésiens (*asymétrie d'informations, alea moral, sélection adverse,...*), elle n'a pratiquement rien repris des nouveaux classiques et des ultra libéraux. Nous sommes loin en effet d'un renouveau du libéralisme d'Hayek pour qui raison (même celle d'une banque centrale indépendante) et instinct sont les pires ennemis de l'ordre libéral. Les théories de la fin des banques centrales et de la loi du marché imposée à la monnaie (*free banking, Hayek*) ne se sont pas imposées. De même, les anticipations rationnelles omniprésentes dans la théorie monétaire des vingt dernières années n'ont pas fourni d'aide à une politique monétaire qui se veut pragmatique. Le remplacement de l'homme par une règle monétaire automatique, comme avancée par Taylor en 1993, n'a rallié en pratique aucune banque centrale. La Banque du Canada affirme par exemple que son Indice des Conditions Monétaires doit être utilisé avec pragmatisme et en particulier tenir compte de l'état de l'opinion sur les marchés.

*« Parfois lorsque les marchés sont nerveux et instables, il est préférable de les stabiliser en privilégiant la stabilisation du taux de change avant de revenir vers les objectifs internes (inflation, croissance) »* [Gordon Thiessen, 1995]

Trois points résument les structures institutionnelles d'appui à cette nouvelle politique monétaire :

Premièrement, on accorde une grande importance à l'indépendance de la banque centrale, justifiée en général par ancrage de la politique monétaire dans le long terme. Cette indépendance est totale sur le plan opérationnel. Un long mandat pour les gouverneurs traduit cette recherche du temps long : 7 ans au Canada, 6 ans pour la BCE. Ainsi un gouvernement élu démocratiquement sur un programme keynésien, serait dans l'impossibilité de le mettre en œuvre. L'autonomie de la politique monétaire est réservée à la banque centrale, donc nulle pour les gouvernements. Ce changement institutionnel n'est pas neutre car il n'y a pas de symétrie. Un gouvernement élu démocratiquement sur un programme monétariste pouvait le mettre en œuvre sans avoir besoin de l'indépendance de la banque centrale (comme au Royaume-Uni dans les années

---

banque centrale) et crise de solvabilité (responsabilité microéconomique de la banque).

1980). Ainsi la « raison » est transférée du politique aux banquiers centraux, l'homme d'État, sous-entendu keynésien, n'étant que déraison pour la régulation monétaire.

« Ni la BCE, ni aucun membre quelconque de ses organes de décision ne peuvent solliciter ni accepter des instructions des institutions ou organes communautaires, des gouvernements des Etats membres ou de tout autre organisme » [Statuts de la BCE]

Deuxièmement, l'indépendance implique une plus grande responsabilité. Afin de conserver un semblant de caractère démocratique aux banques centrales, leur responsabilité doit être forte. La politique monétaire est donc de plus en plus décidée par un comité en partie nommé par les gouvernements (seulement 6 nommés à la BCE contre 12 banquiers centraux). Toutefois le travail reste effectué en amont par les services d'études des banques centrales et il faudrait des personnalités très fortes pour s'opposer à leur proposition soutenue par le gouverneur. La légitimité démocratique de ces conseils monétaires reste très faible, même si les banques centrales doivent généralement rendre des comptes devant les Parlements.

Troisièmement, son indépendance et sa responsabilité obligent la banque centrale à communiquer beaucoup plus largement et à faire un effort de transparence sur les objectifs (cibles explicites d'inflation), sur les méthodes pour y parvenir et sur sa vision de la situation. Des dates fixes de rendez-vous, des rapports détaillés réguliers, la publication des discussions des conseils de politique monétaire, des procédures d'intervention claires participent de cette volonté. Mais comme nous l'avons vue, cette diffusion d'informations connaît rapidement des limites pour ne pas risquer de se retourner contre la politique même de la banque. Le jeu avec les marchés est un jeu dangereux.

Nous pouvons tenter de résumer dans un tableau les différences entre les différents régimes monétaires de régulation monétaire<sup>14</sup>. Même si le « nouveau régime » emprunte beaucoup plus au monétarisme qu'au keynésianisme, il est pourtant profondément différent, notamment dans sa mise en œuvre, et ne constitue en rien une synthèse de ces prédécesseurs.

---

<sup>14</sup> Nous le construisons à partir des trois niveaux d'un Système d'Économie Politique : la *problématique* qui exprime les options d'ordre philosophique, moral, sur la conception de l'homme et de la société, d'où la finalité et la nature de l'économie, en précisant les questions jugées les plus pertinentes. Puis l'*analyse qui* développe, à partir d'hypothèses, un système capable de répondre aux questions posées. Elle explique le fonctionnement de l'économie en précisant les données, les variables, les relations fonctionnelles et causales. Enfin, la *superstructure analytique* ou *politique économique qui* développe les moyens d'action. Elle vise à rapprocher le monde de ce qu'il devrait être.

**Tableau résumant les caractéristiques des régimes monétaires**

<b>Régime monétaire</b>	<b>régime keynésien</b>	<b>régime monétariste</b>	<b>nouveau régime</b>
<b>Problématique</b>			
Type de libéralisme	Sociale démocratie, importance de la raison et des choix normatifs de l'homme. Action discrétionnaire de l'Etat	Libéralisme naturaliste, équilibre général des marchés, refus de la raison de l'homme d'Etat sauf pour la monnaie	Libéralisme, équilibre partiel des marchés, asymétrie d'information et de pouvoir des agents, action de l'Etat en interaction avec les marchés
Approche, fondements	Macroéconomiques	Macroéconomiques	Microéconomiques
Neutralité de la monnaie	Non	Non, à court terme Oui, à long terme	Non, mais fonction des anticipations et de l'information
Environnement monétaire et financier de la période	National. Intermédiation forte, économie d'endettement, spécialisation bancaire	Déréglementation, désintermédiation, dérégulation, économie de marché financier	Globalisation, importance des flux et des marchés financiers
<b>Analyse</b>			
Théorie de référence	Modèle IS-LM-BP, monnaie endogène	Équation quantitative, monnaie exogène	Théorie des jeux et des anticipations
Régime des anticipations	Extrapolatives	Adaptatives	Auto-réalisatrices et diverses
Marchés financiers	Peu importants	Neutres	Très importants
Financement de l'Etat	oui, budgétarisme	Sans fondement car neutralisation des dépenses publiques	Interdit, mais politique budgétaire possible dans certaines limites
Origine de l'inflation	Coûts et revenus	Excès de monnaie	Excès de demande et anticipations
Régime de change	Fixe	Flottant	Flottant
Fonction de demande de monnaie	Instable	Stable	Instable
Banque Centrale	Dépendante du gouvernement	Indépendante	Indépendante
<b>Politique Monétaire</b>			
Détermination de la politique monétaire	Gouvernement	Banque centrale	Banque centrale
Domaine de l'action politique	National	National	National, régional et mondial
Objectif final de la politique monétaire	Carré magique	Stabilité des prix	Stabilité des prix
Efficacité de la pol. mon	Plutôt faible	Forte sur l'inflation	Forte si crédible
Instrument	Contrôle de l'offre de monnaie	Taux d'intérêt	Taux d'intérêt, information transparence
Horizon de la pol. mon.	Court terme	Long terme	Long terme
Canal de transmission de la politique monétaire	Taux d'intérêt et crédit (financement de l'économie)	Masse monétaire et prix	Multiple et complexe (r, e, crédit, anticipations, effet d'annonce, prix des actifs financiers)
Tactique	Discrétionnaire et contra-cyclique	Règle, discipline monétaire stricte et effet de surprise	Crédibilité et/ou confiance, stabilisation des anticipations, transparence et permanence

\*

\*

\*

Ainsi, la politique monétaire a été fortement influencée par la perception du rôle joué par les anticipations et la crédibilité, et plus généralement par l'environnement de pensée de la nouvelle économie keynésienne. Une banque centrale crédible réalise plus facilement ses objectifs. La convergence de l'inflation vers des niveaux bas dans les pays industrialisés et la baisse des attentes d'inflation à long terme semblent justifier ce nouveau régime de politique monétaire. Mais, outre le biais déflationniste sur lequel nous ne nous prononcerons pas, nous avons vu qu'il repose sur des bases économiques et politiques fragiles. Plus que de crédibilité, il faut parler de confiance, de stratégies partagées ce qui n'est pas sans ambiguïté sur la détention réelle du pouvoir monétaire. L'importance prise par la psychologie de marchés de plus en plus puissants peut rapidement mettre à mal l'équilibre toujours fragile des systèmes bancaire et financier de nos pays. Là encore, l'incertitude est plus que jamais présente.

## Annexe : L'UEM peut-il constituer un exemple pour le Canada ?

Le Canada et la France ont comme point commun d'être tous deux des pays monétairement « dominés » dans leur aire régionale, mais les différences bien plus nombreuses. Ils ont choisi des régimes de change différents (fixe mais ajustable par rapport au DM pour la France dans le cadre du SME jusque fin 1998, puis monnaie européenne unique depuis 1999, flottant par rapport au \$ pour le Canada). La conception d'une intégration par le marché, comme le propose l'Aléna en Amérique du Nord et Centrale, est moins ambitieuse que l'union économique et monétaire (avec la naissance d'une monnaie unique) choisie par l'Europe. De plus, dans cette construction, la France est un acteur majeur, tandis que le Canada ne peut rivaliser avec la puissance des Etats-Unis, même s'ils constituent pourtant une Zone Monétaire plus Optimale que l'Europe. Toutefois une union économique et monétaire comme développée en Europe ne semble pas pouvoir être à l'ordre du jour en Amérique du Nord. Deux axes, l'un économique l'autre politique, justifient une telle impossibilité.

Premièrement, les justifications économiques fondées sur les avantages d'une zone monétaire optimale ne sont pas suffisantes pour justifier un tel changement. Les avantages annoncés, comme des coûts de transaction et une inflation plus faibles, une concurrence et une production plus élevées accompagnées d'une stabilité plus forte de l'économie, sont largement discutables comme le montre [Mario Seccareccia-2001]. Les gains sur les coûts de transactions sont évidents mais peu importants (au maximum 0,4 point de PIB). Ces coûts sont élevés en change flottant, mais ils existent toujours en change fixe et même en économie « dollarisée » (intégrée au taux d'intérêt). Seule une union monétaire supprimerait ces coûts. En termes d'inflation et de taux d'intérêt, les résultats du Canada sont aussi bons, voire supérieurs à ceux des

Etats-Unis (comme ceux de l'Allemagne vis-à-vis de la zone Euro). Quant au renforcement de la concurrence et à l'amélioration de l'allocation des ressources justifiant une production plus élevée et une stabilité plus forte, ils existent, mais c'est oublier les conséquences de la perte d'autonomie de la politique monétaire et la fin du rôle d'amortisseur que peut jouer le taux de change. La perte de l'autonomie monétaire s'accompagne en effet d'une perte réelle de l'autonomie budgétaire. Enfin, dans le cadre d'une monnaie unique ou commune, les chocs sur l'économie sont plus violents car absorbés directement. De plus, la structure de production du Canada et des États-Unis étant différentes, les chocs ne sont pas symétriques. Le Canada est en particulier beaucoup plus sensible au prix des matières premières. Le choix sans équivoque par la Banque du Canada des changes flottants repose largement sur ces arguments.

Mais l'important est ailleurs. Qui défendrait l'idée d'une union monétaire pour des motifs uniquement économiques, comme ceux développés par les zones monétaires optimales ? L'UEM s'est construit autour d'un projet politique, de la volonté de travailler ensemble, d'une « idée d'œuvre » [Maurice Byé]. Confier à une banque centrale indépendante et supranationale, qui n'est pas en soi une institution démocratique, la politique monétaire, n'a de sens que si elle correspond à un projet soutenu par la population et ratifié par elle. Or la différence très importante de taille entre les Etats-Unis et le Canada rend difficile ce projet politique commun. Étant donné le poids au niveau mondial du dollar, cela passerait pour le Canada par l'adoption de la devise des Etats-Unis et non la création d'une monnaie unique nouvelle. La Banque du Canada deviendrait le 13<sup>e</sup> district du FED. Politiquement les Canadiens ne sont pas prêts à l'accepter. La dernière proposition pour étudier la création d'une union monétaire Nord Américaine (NAMU) présentée en mars 1999 devant la Chambre des Communes a été largement rejetée (175 contre 67). Les votes favorables émanaient de la droite conservatrice libérale et des indépendantistes quebecquois, c'est-à-dire d'hommes voulant affaiblir l'État Fédéral. Ce n'est donc pas un projet constructif.

Ainsi, selon nous, les conditions politiques et économiques ne sont absolument pas réunies pour la réussite d'une union monétaire équivalant au projet européen.

## Bibliographie

- Aglietta Michel 1995 *Macroéconomie financière*, coll. Repères, éd. La Découverte
- Aglietta Michel 2000 « Systèmes financiers et régimes de croissance », communication pour le colloque de l'institut CDC pour la recherche, juin
- Banque Centrale Européenne Rapports annuels, notices, présentation de la politique, se reporter au site web
- Banque du Canada Rapports annuels, notices, présentation de la politique monétaire, divers, se reporter au site web
- Banque du Canada 2001 « Reconstitution de la cible de maîtrise de l'inflation », note d'information, mai 2001
- Banque de France Rapports annuels, notices, présentation de la politique, se reporter au site web
- Clinton Kevin 1997 « Implementation of Monetary Policy in a regime with zero reserve Requirements », document de travail n° 97-8, Banque du Canada
- Dodge David 2001 « La Banque du Canada et la politique monétaire : les grandes orientations », allocution du gouverneur de la Banque du Canada prononcée devant la Chambre de commerce de Toronto, 20 février 2001
- Drumetz Françoise 2000 « Mondialisation et intégration régionale : les conséquences pour la conduite de la politique monétaire », compte rendu du colloque monétaire international organisé par la Banque de France les 8 et 9 octobre 1999, Bulletin de la Banque de France, N°73, janvier
- Drumetz Françoise 1997 « Règle de Taylor : présentation, application, limites », Bulletin de la Banque de France, N°745, septembre
- Flouzat Denise 1999 « Le concept de banque centrale », Études de la Banque de France, Bulletin de la Banque de France, N°70, octobre
- Freedman Charles 1995 « Le rôle des conditions monétaires et de l'indice des conditions monétaires dans la conduite de la politique », conférence du sous gouverneur de la Banque du Canada au colloque *L'évolution internationale et les perspectives économiques pour le Canada*, de l'Université de Toronto, juin
- Greuet Jean-Yves 2000 « Indépendance et responsabilité : évolution du métier de banquier central », compte rendu du colloque organisé par la Banque de France le 30 mai 2000, Bulletin de la Banque de France, N°82, octobre
- Jaillet et Sicsic Pierre 1998 « Prix d'actifs, relations avec les facteurs de la demande et le crédit : quelques implications pour la politique monétaire », Bulletin de la Banque de France, N°53, mai
- Laidler David 2001 « Avant-propos », *Les conférences Thiessen*, publié par la Banque du Canada
- Lalonde R., Page J. et St Amand P. 1998 « Une nouvelle méthode d'estimation de l'écart de production et son application aux Etats-Unis, au Canada et à l'Allemagne », document de travail n°98-2, Banque du Canada
- Macklem Tiff 1997 « Résumé du colloque sur la stabilité des prix, les cibles en matière d'inflation et la politique monétaire », et actes du colloque *Stabilité des prix, cibles en matière d'inflation et politique monétaire* organisé par la Banque du Canada, 3 et 4 mai 1997
- Mishkin Frederic 1996 « Les canaux de transmission monétaire : leçons pour la politique monétaire » Bulletin de la Banque de France, N°27, mars
- Patat Jean-Pierre 2000 « La stabilité financière, nouvelle urgence pour les banques centrales », Bulletin de la Banque de France, N°84, décembre 2000
- Paulin Graydon 2000 « La transformation du visage des banques centrales durant les années 1990 », revue de la Banque du Canada, p. 3-15, été 2000
- Peytrignet Michel 2000 « Politique monétaire suisse en changes flexibles : la pratique des objectifs monétaires », papier de recherche de la Banque du Canada avec les commentaires de Chantal Dupasquier, Daniel Racette et Denise Côté, p. 223-265, 2000

- Rosenwald Fabienne 1995 « L'influence de la sphère financière sur la sphère réelle : les canaux du crédit », Bulletin de la Banque de France, 1<sup>er</sup> trimestre
- Seccareccia Mario 2001 « Is the canadian dollar destined to disappear? The case against dollarization », conférence internationale sur "Monetary and Financial Integration: Lessons from Europe for the Americas. The Debate over Dollarization", Kalamazoo College, Michigan, E.U., 11 et 12 mai
- Thiessen Gordon 1995 « L'incertitude et la transmission de la politique monétaire au Canada », conférence Hermes-Glendon, 30 mars
- Thiessen Gordon 1998 « Les cibles de maîtrise de l'inflation : l'expérience canadienne », conférence Gibson, 15 octobre 1998
- Thiessen Gordon 1999-1 « L'avènement de l'Euro : son incidence économique et les leçons à tirer de cette expérience », allocution prononcée devant le Cercle Canadien d'Ottawa
- Thiessen Gordon 1999-2 « D'une génération à l'autre : l'évolution des points de vue sur le rôle de la politique monétaire depuis la commission Porter », conférence Tony Hampson, 11 mars 1999
- Thiessen Gordon 2000-1 « La conduite de la politique monétaire dans un pays voisin d'une grande puissance économique », allocution du gouverneur de la Banque du Canada devant la Canadian Society of New York, 9 mars 2000
- Thiessen Gordon 2000-2 « Le changement au service de la stabilité : l'évolution de la politique monétaire à la Banque du Canada de 1935 à 2000 », conférence à l'Université Western, London (Ontario), 17 octobre 2000
- Thiessen Gordon 2000-3 « Pourquoi un régime de changes flottants est-il le meilleur choix pour le Canada ? », allocution devant la Chambre de commerce du Montreal Métropolitain, le 4 décembre 2000
- Sites WEB [www.banqueducanada.ca](http://www.banqueducanada.ca)  
[www.banque-France.fr](http://www.banque-France.fr)  
[www.ecb.int](http://www.ecb.int)