

# La construction d'une politique monétaire adaptée à la réalité canadienne

John Chant\*

- *Au moment de sa création, la Banque du Canada avait le choix de s'inspirer du modèle britannique ou du modèle américain pour concevoir ses instruments de mise en œuvre de la politique monétaire.*
- *Même si, dans les débuts, certains éléments de la politique monétaire de la Banque — tels que le rôle du mécanisme de réescompte, le recours à la persuasion morale et la volonté de favoriser le développement d'un marché monétaire — ont été calqués sur l'exemple britannique, plusieurs différences importantes ont concouru au développement d'une approche spécifiquement canadienne.*
- *Vu l'état embryonnaire du marché monétaire, c'est par le jeu de transferts de dépôts du gouvernement, un instrument qui avait l'avantage de ne pas passer par ce marché, que la Banque gérait la liquidité bancaire. Elle a aussi adopté une méthode de calcul des réserves obligatoires basée sur les chiffres de la période précédente et laissé flotter le taux officiel d'escompte à deux reprises.*
- *Dans la foulée de l'avènement d'un marché monétaire dynamique et de systèmes de communication et de paiement plus performants, ainsi qu'à la faveur de la hausse de la transparence qui en a résulté, la Banque a pris, depuis les années 1980, un certain nombre d'initiatives qui lui ont permis de renforcer son influence sur le taux du financement à un jour, sa cible opérationnelle à court terme.*

\* John Chant est professeur émérite d'économie à l'Université Simon Fraser et associé de recherche au PHN Centre for Financial Research, à l'Université de Colombie-Britannique.

**J**e consacrerai mon exposé d'aujourd'hui aux approches novatrices mises au point par la Banque du Canada, au cours de ses 70 ans d'existence, pour concevoir ses instruments de politique monétaire. Je débiterai par les origines de la Banque et décrirai les deux modèles dominants entre lesquels le gouvernement a été appelé à choisir : la Banque d'Angleterre, établie de longue date, et la Réserve fédérale des États-Unis, fraîchement créée.

## Influences initiales

Dans les années 1930, la Banque d'Angleterre et la Réserve fédérale menaient leur politique monétaire de façon fort différente. Toutes deux évoluaient dans le contexte de marchés monétaires bien développés et très liquides. Les Britanniques, toutefois, avaient mis en place des procédures complexes fondées sur le recours à des maisons de réescompte spécialisées dans la négociation de titres du marché monétaire, lesquelles devaient leur existence au fait que la Banque d'Angleterre ne souhaitait pas traiter directement avec les banques<sup>1, 2</sup>. La Réserve fédérale, au contraire, s'adressait aux banques et aux maisons de courtage pour effectuer ses opérations d'open market. La Banque d'Angleterre et la Réserve fédérale avaient également des conceptions différentes de ce qui constituait un usage judicieux du mécanisme de

1. L'atmosphère qui régnait à la tête de la banque centrale rappelait un peu celle exclusive d'un club. Les patrons des maisons de réescompte se relayaient à tour de rôle aux différents postes de la direction de l'institution, y compris celui de gouverneur, jusqu'à ce que Montagu Norman rompe avec la tradition et occupe les fonctions de gouverneur pendant 24 ans.

2. La Banque d'Angleterre faisait cependant appel aux banques lorsque ses maisons de réescompte ne possédaient pas suffisamment de titres des échéances désirées.

réescompte. Alors que les banques britanniques faisaient rarement appel à ce mécanisme, leurs homologues américaines avaient accès aux fonds de la Réserve fédérale dans le cadre de la gestion normale de leurs réserves. Enfin, les deux institutions ne partageaient pas la même philosophie générale : la Banque d'Angleterre avait une préférence marquée pour les outils « informels », en particulier la persuasion morale, qui ne passaient pas par le marché, à l'opposé de la Réserve fédérale, qui avait surtout recours à des opérations d'open market.

La question du choix du modèle à suivre au Canada fut tranchée très tôt, peut-être par défaut. Lord Macmillan, qui avait dirigé la Commission britannique d'enquête sur la finance et l'industrie, était président de la Commission royale sur la banque et la monnaie au Canada, celle-là même qui recommanda la création d'une banque centrale au pays<sup>3</sup>. L'influence britannique se poursuivit avec le détachement de J. A. C. Osborne, ancien secrétaire de la Banque d'Angleterre, au poste de sous-gouverneur de la nouvelle institution, parce qu'on reconnaissait que la personne nommée « au début devrait avoir une vaste expérience des opérations d'une banque centrale, ce qui signifiait que ce serait un étranger » (Watts, 1993, p. 27). Osborne exerça les fonctions de sous-gouverneur de 1934 à 1938. La correspondance abondante et suivie entre Graham Towers, le premier gouverneur de la Banque du Canada, et Montagu Norman, le gouverneur de la Banque d'Angleterre, atteste également l'influence britannique.

## À la recherche de sa propre voie

À l'origine, tout semblait donc favoriser l'adoption de l'approche britannique en matière de politique monétaire. Pourtant, la nouvelle banque centrale mit un certain temps à définir la moindre approche. Confrontée à la reprise hésitante qui suivit la Grande Dépression, la Banque s'attacha durant les premières années à fournir des liquidités suffisantes aux banques commerciales. Elle fixa son taux d'escompte à 2 1/2 % lorsqu'elle ouvrit ses portes en mars 1935 et le maintint à ce niveau pendant près de neuf ans, avant de l'abaisser à 1 1/2 % en février 1944. Elle ne releva son

---

3. Un autre commissaire était un ancien administrateur de la Banque d'Angleterre. Le président fut également assisté d'un conseiller qui avait participé à la fondation d'autres banques centrales dans l'Empire britannique. Ce fut lui qui rédigea le chapitre V du rapport de la Commission, « Le régime financier actuel au Canada et l'établissement d'une banque centrale » (Watts, 1993, p. 13).

taux d'escompte pour la première fois que six ans plus tard, en 1950.

---

*Ni l'expérience de la Grande-Bretagne ni celle des États-Unis ne pouvaient préparer les dirigeants de la banque centrale canadienne aux conditions dans lesquelles ils devraient mener leur politique monétaire.*

---

Ni l'expérience de la Grande-Bretagne ni celle des États-Unis ne pouvaient préparer les dirigeants de la banque centrale canadienne aux conditions dans lesquelles ils devraient mener leur politique monétaire. La Réserve fédérale et la Banque d'Angleterre exerçaient toutes deux leurs activités sur des marchés monétaires et financiers liquides. Par contraste, le marché monétaire canadien dans les années 1930 était rudimentaire, comme en témoigne la tenue des premières adjudications de bons du Trésor seulement quelques jours avant l'ouverture de la Banque. Qui plus est, même si l'institution, dans ses premiers rapports annuels, mentionnait la nécessité d'élargir le marché des bons du Trésor, ce dernier tarda beaucoup à se développer, en partie parce que d'autres problèmes, dont la lenteur de la reprise économique après la Grande Dépression, la persistance d'un niveau élevé de chômage et les difficultés financières de certaines provinces, retenaient l'attention de la Banque (Watts, 1993, p. 39). La forte demande de bons du Trésor de la part des banques a également pu jouer. Des années plus tard, Neufeld (1955, p. 38) écrivait à ce propos qu'il y a toujours eu une demande pour ces titres parmi les banques et que ce n'est que dans ce sens restreint que l'on peut affirmer qu'il existait un marché des bons du Trésor avant 1954.

## Les réserves-encaisse

Contrairement à la Banque d'Angleterre, qui n'imposait la tenue d'aucune réserve, la Banque du Canada obligea les banques dès les débuts à détenir une réserve-encaisse égale à au moins 5 % du solde journalier de leurs dépôts, comme le recommandait la Commission Macmillan. D'après Watts (1993), l'établissement du coefficient de réserve à un niveau

aussi faible par rapport à l'encaisse que ces institutions avaient l'habitude de conserver était délibéré. Dans la pratique, les banques maintenaient environ 10 % de leurs dépôts sous forme de réserves-encaisse, ce qui n'a rien d'étonnant compte tenu des difficultés que posaient, pour le suivi quotidien de leur trésorerie, leur réseau très étendu de succursales et l'absence d'un marché monétaire actif.

Le gouvernement adopta une politique proprement canadienne à l'égard des réserves obligatoires lors de la révision de la *Loi sur les banques* en 1954. La Banque du Canada fut alors habilitée à faire varier le ratio minimal entre 8 et 12 % (Watts, 1993, p. 112). Mais surtout, le mode de calcul des réserves obligatoires fut considérablement modifié. Tant les dépôts que la composante des réserves constituée de billets devaient être calculés chaque mois à partir de la moyenne des données des mercredis du mois précédent. Quant au montant des dépôts détenus par les banques à la banque centrale (l'autre composante des réserves), il était donné par la moyenne quotidienne au cours du mois. Ce mode de calcul des réserves eut pour effet de réduire l'incertitude pour les banques et de laisser plus de latitude à la Banque pour la gestion des réserves mises à la disposition de ces dernières.

---

*La période de réserve n'a disparu que lorsque la Banque a procédé à d'importants changements en 1999, au moment de la mise en place du Système de transfert de paiements de grande valeur (STPGV).*

---

Les modalités de calcul des réserves-encaisse obligatoires ont été modifiées à plusieurs reprises depuis 1954. En 1967, les exigences en matière de réserves ont été abaissées et établies à des niveaux qui variaient selon le type de dépôt; en 1980, la période de réserve mensuelle a été scindée en deux; enfin, les réserves obligatoires ont été réduites progressivement jusqu'à zéro entre 1992 et 1994. Néanmoins, la période de réserve n'a disparu que lorsque la Banque a procédé à d'importants changements en 1999, au moment de la mise en place du Système de transfert de paiements de grande valeur (STPGV).

## Les transferts de dépôts du gouvernement

En l'absence d'un marché monétaire développé, la Banque ajouta à sa panoplie un nouvel outil qui ne passait pas par ce marché, et qui consistait à gérer activement les dépôts du gouvernement en procédant à des transferts entre les comptes que celui-ci tenait auprès d'elle et ceux qu'il avait dans les banques. Même si une proportion importante de ces transferts servaient simplement à neutraliser les effets des encaissements et des décaissements de l'État sur la liquidité, une partie d'entre eux étaient effectués aux fins de la politique monétaire. Le mécanisme était le suivant : un transfert vers les banques faisait augmenter la liquidité bancaire en accroissant leurs créances sur la banque centrale, alors qu'un transfert en leur provenance avait l'effet inverse. L'apport original de la Banque était d'avoir transformé la gestion des dépôts du gouvernement en un outil de modulation de la liquidité bancaire.

Les transferts de dépôts du gouvernement ont continué à être beaucoup utilisés par la Banque jusque tard dans les années 1990<sup>4</sup>, en partie parce que leur effet sur la liquidité est immédiat, contrairement aux opérations sur le marché, qui ne sont pas réglées sur-le-champ. Les modalités de transfert ont évolué au gré des modifications apportées aux arrangements qui régissent la tenue des comptes de dépôt du gouvernement. En 1986, le Receveur général a commencé à placer par voie d'adjudication les dépôts du gouvernement qui excédaient les besoins de trésorerie quotidiens. L'adjudication de ces dépôts, pour des durées allant de un à sept jours, a eu pour effet de réduire le volume des transferts quotidiens. Ceux-ci sont toutefois demeurés un important instrument de politique monétaire jusqu'à l'implantation du STPGV.

## Le taux officiel d'escompte

Suivant scrupuleusement l'exemple britannique, la Banque du Canada décourageait le recours des banques au mécanisme de réescompte, qu'elle considérait comme un signe de faiblesse. Le mécanisme était si rarement utilisé que le taux d'escompte était surtout perçu comme un indicateur des intentions de la Banque. Même ce rôle limité posait parfois des problèmes à cette dernière. Les modifications du taux d'escompte constituent un instrument trop grossier pour communiquer clairement les intentions d'une

---

4. Cet instrument n'a jamais été complètement abandonné, mais il est très peu utilisé à l'heure actuelle.

banque centrale et ne peuvent véhiculer des messages subtils.

---

*De toutes les banques centrales, la Banque du Canada est la seule à s'être volontairement abstenue de fixer le taux d'escompte.*

---

À deux reprises, la Banque a totalement renoncé à employer ce signal explicite, jugeant apparemment que les coûts de l'ambiguïté l'emportaient sur l'utilité de celui-ci. De 1956 à 1962 et de nouveau de 1980 à 1996, le taux d'escompte a été rattaché au taux de rendement obtenu à la plus récente adjudication de bons du Trésor à trois mois, ce qui dispensait l'institution de modifier le taux d'escompte. De toutes les banques centrales, la Banque du Canada est la seule à s'être volontairement abstenue de fixer le taux d'escompte.

## **Initiatives récentes**

Durant les années 1990, la Banque s'est trouvée en présence de conditions fort différentes de celles qu'elle avait connues dans le passé. Le marché monétaire était enfin devenu très dynamique, après les années de croissance hésitante qui avaient suivi la décennie 1950, où il avait bénéficié du soutien actif des autorités; les succursales des banques étaient maintenant reliées entre elles grâce à des technologies avancées; et la majorité des paiements (en valeur) étaient effectués par voie électronique.

Optant une fois de plus pour une approche adaptée à la réalité canadienne, la Banque a pris, au cours des années 1990, une série d'initiatives en vue d'affiner ses instruments d'intervention en fonction du nouveau contexte. Elle a ainsi révisé les exigences en matière de réserves, modifié l'utilisation qu'elle faisait des transferts de dépôts du gouvernement et transformé le rôle du taux d'escompte. Prises ensemble, ces mesures ont consolidé l'influence de la Banque sur le taux du financement à un jour, sa cible opérationnelle à court terme.

La première étape a été la réforme des règles relatives aux réserves-encaisse. Depuis longtemps considérées comme une taxe sur les services bancaires, les réserves

obligatoires ont été progressivement éliminées entre 1992 et 1994. Les banques n'étant plus tenues de maintenir des réserves, l'on s'attendait à ce qu'elles conservent des soldes de règlement nuls sur l'ensemble de la période de réserve. Parallèlement, les incitations en ce sens ont été renforcées par l'égalisation des coûts de détention des soldes positifs et négatifs. Par suite de la mise en place de ces incitations financières, la Banque a cessé d'user de persuasion morale pour dissuader les banques d'emprunter auprès d'elle (Howard, 1992).

---

*La Banque a clarifié son action et marqué l'importance qu'elle attache aux taux à court terme en adoptant une fourchette opérationnelle explicite de 50 points de base pour le taux à un jour, dont les limites sont renforcées par la conclusion de prises en pension spéciales et de cessions en pension.*

---

Le geste suivant de la Banque a été de donner aux acteurs du marché de meilleures indications quant à ses intentions. Même si la Banque accordait déjà une grande importance au taux du financement à un jour, elle n'exerçait son influence sur les taux du marché que de façon indirecte, par le truchement d'opérations sur le marché des bons du Trésor ou par sa gestion du volume des liquidités disponibles dans le système bancaire. En outre, comme, depuis 1980, le taux d'escompte était rattaché au taux des bons du Trésor à trois mois, les opérateurs ignoraient si les variations de celui-ci traduisaient les intentions de la banque centrale ou les pressions du marché. Dans la deuxième moitié des années 1980, la Banque avait commencé à offrir des prises en pension spéciales et des cessions en pension en vue d'influer sur le taux à un jour. En 1994, elle a voulu clarifier son action et bien marquer l'importance qu'elle attache aux taux à court terme en adoptant une fourchette opérationnelle explicite de 50 points de base pour le taux à un jour, dont les limites sont renforcées par la conclusion de prises en pension spéciales et de cessions en pension. Même si



cette fourchette n'était pas annoncée publiquement (comme l'aurait été un taux d'escompte fixé par la banque centrale), les acteurs du marché pouvaient rapidement en déceler les variations en observant l'activité de la Banque sur le marché monétaire. La fourchette visée pour le taux à un jour est devenue encore plus claire en 1996 lorsque la Banque a recommencé à fixer elle-même le taux d'escompte, en l'établissant à la limite supérieure de cette fourchette.

En 1999, la mise en place par l'Association canadienne des paiements d'un nouveau système de paiement électronique, le STPGV, qui rendait possible la compensation et le règlement immédiats de transactions importantes, a permis à la Banque d'apporter d'autres changements aux modalités de mise en œuvre de la politique monétaire. Le contrôle qu'exerce la banque centrale sur le taux à un jour a ainsi été renforcé par plusieurs mesures. Le taux cible du financement à un jour correspond maintenant au point médian de la fourchette opérationnelle (à moins d'indication contraire), et la Banque a recours à des prises en pension spéciales ou à des cessions en pension lorsque le taux pratiqué sur le marché des fonds à un jour s'écarte du taux visé. L'institution a aussi modifié son approche à l'égard de la gestion des réserves : elle favorise depuis le maintien des soldes de règlement aux alentours de zéro<sup>5</sup>, de sorte que les transferts de dépôts du gouvernement ne servent plus en général qu'à neutraliser l'incidence des flux de trésorerie du secteur public. Les transferts de dépôts du gouvernement ne sont plus comptabilisés le jour précédent mais bien le jour même. Enfin, comme les banques canadiennes connaissent avec certitude leurs positions à la fin de chaque jour ouvrable et qu'elles disposent d'une période pour échanger entre elles leurs excédents

5. Ces soldes sont habituellement maintenus à 50 millions de dollars. Pour en savoir davantage, voir Howard (1998) et Clinton (1991).

et déficits avant le règlement final de leurs obligations de paiement dans le STPGV au moyen des encaisses qu'elles détiennent à la Banque du Canada, il n'est plus nécessaire d'avoir une période de réserve pour atténuer les fluctuations.

## Conclusion

Dès les débuts, les fondateurs de la Banque du Canada ont pris modèle sur l'exemple britannique. Les choix faits par la Banque en témoignent bien, notamment en ce qui touche le rôle joué par le mécanisme de réescompte, le recours à la persuasion morale et la nécessité de favoriser le développement des institutions du marché monétaire. Toutefois, à plusieurs égards importants, la banque centrale canadienne a tracé sa propre voie. Elle a attendu une vingtaine d'années avant de s'atteler vraiment à l'élargissement du marché monétaire, préférant s'en remettre au transfert des dépôts du gouvernement pour gérer la liquidité bancaire. Elle a aussi adopté une méthode de calcul des réserves obligatoires basée sur les chiffres de la période précédente et laissé flotter le taux d'escompte à deux reprises. Les mesures prises dans les années 1990 sont venues en quelque sorte boucler la boucle. Elles étaient motivées tant par les besoins de la politique monétaire que par l'émergence de nouveaux dispositifs de paiement et d'un marché monétaire très sophistiqué. Un grand nombre des modalités de mise en œuvre de la politique monétaire qui étaient adaptées aux anciennes caractéristiques du système financier canadien ont été remplacées par de nouvelles mesures visant à conférer à la Banque une plus grande influence sur le taux du financement à un jour. Les réformes des années 1990 ont marqué l'aboutissement d'une longue évolution vers la conduite d'une politique monétaire propre au Canada.

---

## Ouvrages et articles cités

Banque du Canada (1996). *La transmission de la politique monétaire au Canada*.

Clinton, K. (1991). « La gestion des encaisses : principale technique employée par la Banque du Canada dans la conduite de la politique monétaire », *Revue de la Banque du Canada* (janvier), p. 3-25.

Howard, D. (1992). « L'évolution des avances ordinaires de la Banque du Canada aux adhérents », *Revue de la Banque du Canada* (octobre), p. 3-22.

——— (1998). « La mise en œuvre de la politique monétaire à l'ère du STPGV : notions de base », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 57-66.

## Ouvrages et articles cités (suite)

- Lundrigan, E., et S. Toll (1997-1998). « Le marché du financement à un jour au Canada », *Revue de la Banque du Canada* (hiver), p. 27-42.
- Montador, B. (1996). « La mise en œuvre de la politique monétaire au Canada ». In : *La transmission de la politique monétaire au Canada*, Ottawa, Banque du Canada.
- Neufeld, E. (1955). *Bank of Canada Operations 1935-54*, Toronto, University of Toronto Press.
- Noël, T. (1996). « Les opérations de la Banque du Canada sur les marchés financiers ». In : *La transmission de la politique monétaire au Canada*, Ottawa, Banque du Canada.
- Thiessen, G. (1996). « L'incertitude et la transmission de la politique monétaire au Canada ». In : *La transmission de la politique monétaire au Canada*, Ottawa, Banque du Canada.
- Watts, G. (1993). *The Bank of Canada: Origins and Early History*, Ottawa, Carleton University Press.