



# Le retour à un taux de change fixe (1962-1970)

## Canada, billet de 92 ½ cents, « Diefenbuck »

On entend par « monnaie politique » des bons privés qui ressemblent à des billets de banque mais qui n'ont pas de valeur monétaire et qui ont pour objet de caricaturer un politicien ou un parti et ses politiques. La dévaluation du dollar canadien par rapport au billet vert qui s'est produite au cours des années 1960, par suite des politiques mises en place pendant le mandat du premier ministre John Diefenbaker, inspira la création de ce billet satirique.

Vers la fin des années 1950, les autorités canadiennes commencèrent à s'inquiéter de la détérioration de la compétitivité internationale du Canada; la situation était aggravée par la fermeté du dollar, qui continuait de bénéficier du soutien d'entrées considérables de capitaux. Après le boom des investissements du milieu des années 1950, l'activité économique s'était sensiblement ralentie et le taux de chômage avait plus que doublé, passant de 3,4 % en 1956 à 7,2 % en 1961. Dans cette conjoncture, le gouvernement avait tenté d'assouplir sa politique afin de soutenir la demande et de réduire la marge de capacités inutilisées dans l'économie.

James Coyne, qui devint gouverneur de la Banque du Canada le 1<sup>er</sup> janvier 1955, orienta la politique monétaire de façon à éviter une demande intérieure excessive, à contenir l'inflation et à réduire la dépendance du Canada à l'égard des capitaux étrangers. Préconisant une monnaie « saine », il était convaincu

[...] qu'une nouvelle augmentation de la masse monétaire, entreprise afin de faire descendre les taux d'intérêt, que ce soit ou non en vue de réduire l'entrée des capitaux étrangers, constitue une méthode malsaine et dangereuse, et que c'est un moyen fort inefficace de s'attaquer aux problèmes que représentent le taux du change, la régression économique et la poursuite d'une croissance économique plus ferme. (Banque du Canada, *Rapport annuel*, 1960, p. 22)

Droits d'auteur sur l'image protégés

La mise en œuvre d'une politique monétaire restrictive dans un contexte de taux de chômage relativement élevé et de faible inflation entraîna une dégradation marquée des relations entre la Banque et le milieu universitaire<sup>80</sup>. À la fin de 1960, 29 éminents économistes canadiens signèrent une lettre demandant la destitution du gouverneur Coyne<sup>81</sup>. Les rapports entre la Banque et le gouvernement Diefenbaker se détériorèrent également. Ce dernier était déterminé à mettre en œuvre une politique expansionniste et ne croyait pas pouvoir compter sur l'appui du gouverneur pour ce faire<sup>82</sup>. La situation s'envenima quand le gouvernement s'éleva contre le montant de la pension qui serait versée au gouverneur et qui avait été approuvé par le Conseil d'administration de la Banque. Le conflit, qui devint de plus en plus acrimonieux et personnel, atteignit un point critique le 30 mai 1961; le gouvernement demanda la démission du gouverneur Coyne, mais celui-ci refusa. Le 20 juin, le ministre des Finances déposa un budget expansionniste et annonça que le gouvernement prendrait des mesures pour abaisser la valeur du dollar canadien et notamment qu'il effectuerait, si cela s'avérait nécessaire, d'importants achats de dollars américains sur le marché des changes (Fleming, 1961a). Le gouvernement soumit également un projet de loi au Parlement (une loi concernant la Banque du Canada) pour déclarer vacant le poste de gouverneur (Chambre des communes, 1961). Le projet de loi fut

80. Selon un article intitulé « Inquest on a Floating Exchange Rate », paru dans *The Economist*, le 12 mai 1962, un taux de change flottant s'est sans doute avéré favorable pour le Canada entre 1950 et 1957, mais il n'est pas clair que cela ait été le cas dans les années qui ont suivi car « pendant cette période, la politique monétaire intérieure s'engagea sur une voie dangereuse ». Les taux d'intérêt demeurant très élevés, le taux de change « cessa de se comporter de façon anticyclique, et son dynamisme continu exacerba le problème interne du sous-emploi et celui à long terme d'un déficit commercial béant ».

81. Voir Gordon (1961).

82. La controverse suscitée par les politiques de Coyne a inspiré à Robert Mundell l'article fondateur intitulé « The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy for Internal and External Stability » (Mundell, 1962).

adopté à la Chambre des communes le 7 juillet, mais, après le témoignage du gouverneur Coyne, le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce conclut le 12 juillet que le gouverneur n'était pas coupable d'inconduite. Le lendemain, le Sénat au complet entérina les conclusions du Comité. Satisfait d'avoir pu défendre son point de vue, le gouverneur Coyne décida alors de démissionner. Louis Rasminsky lui succéda le 24 juillet 1961<sup>83</sup>.

Dans ce contexte, il n'est pas étonnant que le dollar canadien ait commencé à s'affaiblir. Du niveau d'environ 1,01 \$ É.-U. atteint avant l'exposé budgétaire de juin, il tomba rapidement à 0,97 \$ É.-U. Il poursuivit sa dégringolade en octobre 1961 pour s'établir à moins de 0,96 \$ É.-U. après que le ministre des Finances eut annoncé que la décote appropriée du dollar canadien par rapport au dollar américain pourrait bien être supérieure aux 3 % enregistrés à ce moment-là (Fleming, 1961b).

L'adoption d'un régime de flottement contrôlé, en vertu duquel le gouvernement pouvait intervenir pour maintenir une décote notable entre le dollar canadien et le dollar américain au lieu de se contenter d'adoucir les fluctuations du taux de change, constituait dans une certaine mesure un compromis pour satisfaire le FMI. Le Fonds en-

courageait les autorités canadiennes à retourner à un régime de taux de change fixes dans le cadre du système de Bretton Woods, sans toutefois recommander une nouvelle parité pour le dollar canadien. On jugeait nécessaire d'accorder au Canada un certain délai pour préparer le rétablissement d'un taux fixe.

Après s'être stabilisé aux alentours de 0,95 \$ É.-U. entre novembre 1961 et mars 1962, le dollar canadien se mit à reculer de nouveau, en dépit des interventions énergiques effectuées par la Banque du Canada au nom du gouvernement pour soutenir sa valeur. Le 2 mai 1962, le gouvernement, avec l'accord du FMI, établissait une nouvelle parité pour le dollar canadien, le fixant à 0,9250 \$ É.-U., avec une marge de fluctuation de  $\pm 1$  %.

Un communiqué de presse émis par le bureau du ministre des Finances, Donald Fleming, précisait que, malgré les avantages que pouvait présenter un taux de change flottant,

[Traduction] le gouvernement avait conclu qu'il était souhaitable d'assurer aux personnes effectuant des transactions internationales qu'elles pouvaient compter sur la stabilité du taux de change [...] Le nouveau taux de 92 ½ ¢ avait donc été fixé après un examen attentif de tous les facteurs pertinents, y compris le comportement des participants au marché des changes et la nature des opérations de change réalisées au cours des derniers mois<sup>84</sup>.

83. Voir Bélanger (1970), pour un examen des événements.

84. Selon certains, Fleming désirait obtenir l'assurance que le dollar ne baisserait pas sous la barre des 0,90 \$ É.-U. si on le laissait flotter librement. Bien entendu, les responsables ne pouvaient lui fournir cette garantie même s'ils croyaient que le taux d'équilibre se situait bien au-dessus de ce niveau. Il semblerait que le taux de 0,9250 \$ É.-U. auquel était fixé le dollar canadien avait été choisi parce qu'il se situait à mi-chemin entre 0,95 \$ É.-U. et 0,90 \$ É.-U. (Helliwell, 2005-2006).

Le fait de fixer le taux de change à un niveau beaucoup plus bas n'atténua toutefois pas la pression sur le dollar canadien. Des doutes persistèrent quant à la viabilité du nouveau taux, compte tenu surtout de l'incertitude politique du moment<sup>85</sup>. Par conséquent, une intervention massive des autorités fut nécessaire pour maintenir le taux du dollar canadien dans la fourchette de fluctuation permise.

Le 24 juin 1962, le gouvernement dévoila un important programme économique et financier destiné à rétablir la confiance dans le dollar canadien et exprima sa détermination à défendre la nouvelle parité de la monnaie. Parmi les mesures prises figuraient un durcissement de la politique budgétaire et monétaire, l'imposition de surcharges temporaires à l'importation et l'obtention d'une aide financière de 1 050 millions de dollars É.-U. auprès de la communauté internationale. Les concours consistaient en un tirage de 300 millions de dollars É.-U. sur le FMI<sup>86</sup>, une ligne de crédit de 400 millions de dollars É.-U. de la Export-Import Bank des États-Unis, un accord de réciprocité portant sur une facilité de crédit de 250 millions de dollars É.-U. entre la Banque du Canada et la banque de réserve fédérale de New York, et une somme de 100 millions de dollars É.-U. de la Banque d'Angleterre selon un mécanisme simi-

Droits d'auteur sur l'image protégés

laire<sup>87</sup>. D'autres banques centrales européennes étaient également disposées à accorder au besoin une assistance supplémentaire (Banque du Canada, *Rapport annuel*, 1962, p. 8).

85. Le 18 juin 1962, un gouvernement conservateur minoritaire fut élu.

86. Une large proportion des ressources tirées sur le FMI correspondaient à la vente d'éléments de la « position de réserve du Canada au FMI », qui fait partie des réserves internationales du Canada. L'utilisation effective des crédits du FMI totalisa 138 millions de dollars É.-U.

87. Tout au long de 1962, la Réserve fédérale mit en place avec les banques centrales de la plupart des pays industriels une série de mécanismes de réciprocité visant la fourniture de concours financiers à court terme. L'accord conclu avec la Banque du Canada portait à l'origine sur une somme de 250 millions de dollars É.-U. Au fil du temps, le montant de cette facilité a été augmenté, et il s'élève maintenant à 2 milliards de dollars É.-U. Bien que la plupart de ces mécanismes de réciprocité aient été abandonnés, l'accord avec la Banque du Canada est renouvelé chaque année.



**Banque du Canada, billet commémoratif de 1 dollar, 1967**

Pour souligner le centenaire de la Confédération canadienne, la Banque du Canada émit des billets de 1 dollar semblables à ceux de la série de 1954 mais comportant des éléments spéciaux comme la feuille d'érable stylisée et les dates 1867-1967. Ce fut le deuxième et, jusqu'à ce jour, le dernier billet commémoratif émis par la Banque.

Ce programme rétablit la confiance dans le dollar canadien. La reprise des entrées de capitaux privés au second semestre de 1962 permit aux autorités canadiennes d'alléger graduellement les mesures d'urgence qui avaient été adoptées. La plus grande partie de l'aide financière internationale reçue, à l'exception de celle du FMI, fut remboursée avant la fin de l'année. Quant aux sommes dues au FMI, elles avaient été complètement remboursées en 1964. Durant le restant de la décennie, le dollar canadien se maintint, assez facilement la plupart du temps, dans la marge de fluctuation autorisée de  $\pm 1\%$ , de part et d'autre de la parité de 0,9250 \$ É.-U.

Toutefois, le dollar canadien essuya momentanément d'importantes pressions à la baisse pendant l'été 1963, après l'annonce par les États-Unis, le 18 juillet, de l'imposition d'une taxe de péréquation des intérêts (Interest Equalization Tax) sur les emprunts étrangers contractés sur les marchés américains de capitaux<sup>88</sup>. Bien que le déficit de la balance courante du Canada se fût sensiblement amenuisé au cours des deux années précédentes, il restait considérable. Par conséquent, on craignait généralement que les entrées de capitaux en provenance des États-Unis ne cessent à moins que les taux d'intérêt canadiens n'augmentent suffisamment (environ un point de pourcentage par année). Le 31 juillet, les États-Unis consentirent à exempter le Canada de cette taxe, à la condition qu'il n'accroisse pas ses réserves de liquidités internationales avec le produit des emprunts contractés aux États-Unis (Banque du Canada, *Rapport annuel*, 1963, p. 6). Les pressions à la baisse sur la devise canadienne s'apaisèrent avec cette annonce, et les marchés canadiens se stabilisèrent.

Le dollar canadien connut une autre période de pressions temporaires à la baisse en mars 1968, après l'annonce faite par les États-Unis de l'imposition de contrôles sur les sorties de capitaux. Les pressions s'atténuèrent par suite d'un accord, intervenu le 7 mars, qui exemptait le Canada de l'application de ces contrôles. Comme dans le cas de l'exemption de la taxe de péréquation des

88. La taxe de péréquation des intérêts avait pour objectif de restreindre la sortie de capitaux des États-Unis. On craignait une diminution des flux de capitaux vers le Canada, qui était un important émetteur sur le marché de New York, si les emprunteurs canadiens n'étaient pas exonérés de la taxe.

intérêts, le Canada s'engagea à faire en sorte que la situation de la balance américaine des paiements ne soit pas perturbée par les mesures qu'il prendrait.

En raison des préoccupations qu'inspirait la capacité de la Banque du Canada de mettre en œuvre sa politique monétaire en présence de ces accords, le Canada et les États-Unis signèrent le 17 décembre 1968 une autre entente dans laquelle ils déclaraient ne pas être tenus de viser un niveau particulier de réserves (Banque du Canada, *Rapport annuel*, 1968, p. 15). Cette entente facilita la tâche de la Banque du Canada, qui pouvait ainsi intervenir sur les marchés des changes durant les périodes où de fortes pressions à la hausse s'exerçaient sur sa monnaie<sup>89</sup>.

---

89. La taxe de péréquation des intérêts ainsi que les contrôles de capitaux adoptés par les États-Unis ont été abolis le 29 janvier 1974.