



BANQUE DU CANADA

Questions et choix en matière de politique monétaire et de contrôle de l'inflation dans les économies de marché naissantes

Allocution prononcée

par John W. Crow

Gouverneur de la Banque du Canada

à un colloque organisé par

la Banque fédérale de réserve de Kansas City

Jackson Hole (Wyoming)

le 24 août 1990

Allocution prononcée par
John W. Crow
Gouverneur de la Banque du Canada
à un colloque sur le rôle de la
banque centrale dans les économies de marché naissantes
organisé par
la Banque fédérale de réserve de Kansas City
Jackson Lake Lodge
Jackson Hole (Wyoming)
le 24 août 1990

**QUESTIONS ET CHOIX EN MATIÈRE DE POLITIQUE MONÉTAIRE ET DE CONTRÔLE
DE L'INFLATION DANS LES ÉCONOMIES DE MARCHÉ NAISSANTES**

En tant qu'animateur de cette séance, je compte davantage émettre des observations que prescrire des lignes de conduite. Mais la circonspection dont j'entends faire preuve se fonde aussi sur d'autres facteurs. Même en admettant qu'on puisse bien comprendre les caractéristiques communes des économies dont il est question ici, il reste que des différences marquées existent entre elles, aussi est-il peu probable qu'il existe une panacée universelle. Et s'il est vrai que je possède une certaine expérience des banques centrales, je ne puis que professer un très grand intérêt pour les transformations financières et économiques que connaissent les pays d'Europe centrale et d'Europe de l'Est, ainsi que pour les conditions dans lesquelles les banques centrales doivent y mener leurs opérations et ménager une place à la politique monétaire.

Il est inévitable que cette séance déborde quelque peu sur les autres sujets de ce colloque. Par exemple, nous devons supposer qu'au cours de la première séance de la matinée consacrée au rôle des banques centrales, on a accepté l'idée que ces dernières obtiendront les outils leur permettant de formuler la politique monétaire de manière à donner (bien entendu) le rôle prépondérant à la stabilité monétaire. La stabilité monétaire

peut également être considérée comme étant la stabilité des prix ou, pour reprendre l'appellation peut-être moins exigeante adoptée pour cette séance, comme le contrôle de l'inflation.

Avant de commencer, je tiens à souligner combien il est pertinent que notre débat sur la politique monétaire ait pour toile de fond "les économies de marché naissantes". Ces économies, fondées jusqu'à tout récemment sur l'utilisation de la méthode des "balances matières" - en vertu de laquelle l'État répartit, sur la base de besoins estimatifs, les intrants nécessaires à la réalisation des objectifs de production établis par le plan -, s'orientent maintenant vers un système où le mécanisme des prix et le jeu de la concurrence sur les marchés privés jouent un grand rôle dans l'affectation des ressources.

Dans une économie de marché, les variations des taux de rendement sur les marchés financiers constituent la principale courroie de transmission de la politique monétaire. Tant que les canaux de transmission - entre, d'une part, les instruments de politique monétaire et les marchés financiers, et entre, d'autre part, ces derniers et les autres secteurs de l'économie - ne seront pas bien établis, il est peu probable que la politique monétaire, au sens où nous l'entendons généralement, puisse avoir beaucoup d'effet. En revanche, même s'il est vrai que les diverses réformes et innovations en cours n'ont nullement pour but de faciliter l'action de la politique monétaire, mieux les marchés financiers fonctionneront et mieux ils réagiront aux décisions des consommateurs et des investisseurs, plus l'incidence de la politique monétaire se fera sentir sur le plan macroéconomique.

Une autre raison pour laquelle l'évolution vers l'économie de marché mérite d'être soulignée est que l'inflation, qui n'annonce jamais rien de bon quel que soit le système

économique en place, se révèle particulièrement nocive dans un système décentralisé, c'est-à-dire qui se fonde sur les lois du marché. Dans un tel système, qui repose sur le mécanisme des prix et sur l'utilisation de la monnaie comme moyen d'échange, il est essentiel que la stabilité monétaire soit réalisée pour que les signaux du marché soient interprétés correctement. Autrement dit, le succès d'une économie de marché dépend de la confiance qu'inspire la monnaie qui y est utilisée.

Approches globales visant à favoriser la confiance dans la monnaie

Dans cette partie de mon exposé, je passerai en revue les principales façons dont peut être orientée la politique monétaire pour que celle-ci jouisse de la crédibilité nécessaire à l'instauration d'un climat de confiance en la monnaie.

À la lumière peut-être des débats engagés en Europe de l'Ouest sur le régime de taux de change, nous devons nous pencher ici sur les avantages d'un régime de taux de change fixes comme point d'ancrage de la stabilité monétaire. L'adoption d'un tel régime aurait pour corollaire immédiat l'établissement de la convertibilité des monnaies sur le marché des changes (du moins pour les opérations courantes, s'il s'avère impossible, dans un premier temps, d'appliquer cette décision aux mouvements de capitaux). La question de la convertibilité des monnaies est d'ailleurs abordée dans une autre séance de ce colloque.

Pour la politique monétaire, l'intérêt fondamental que présentent les parités fixes réside dans le fait qu'elles sont de nature à engendrer de la crédibilité à brève échéance. La raison en est que le pays qui adopte un tel régime lie explicitement sa monnaie à une autre devise dont le pouvoir d'achat est déjà reconnu comme très stable. Cette crédibilité sera accentuée s'il

paraît probable que des liens commerciaux solides seront tissés avec le pays qui utilise la devise en question. Dans un tel contexte, le Système monétaire européen (SME) pourrait de toute évidence être un pôle d'attraction, à cause de l'Écu, le panier collectif de monnaies européennes, ou - ce qui serait concevable - de la monnaie la plus forte parmi les devises qui le composent.

Néanmoins, les arguments voulant que la politique monétaire ne doive pas être liée par le taux de change pèsent lourd dans la balance.

En effet, s'en remettre au taux de change (ou, en d'autres termes, à la politique monétaire d'un autre pays) pour instaurer la discipline monétaire, et donc la confiance, c'est prendre, à l'égard des parités fixes, un engagement dont le caractère inébranlable ne devra faire aucun doute si l'on veut qu'il influence les décisions concernant les prix et les coûts. Le simple fait de rattacher le taux de change à une autre monnaie pourrait ne pas suffire en soi à démontrer le sérieux de cet engagement. Mais existe-t-il un régime autre qu'une certaine forme d'union monétaire qui puisse être perçu comme étant "inébranlable"? Or, dans la pratique, l'établissement d'unions monétaires ou d'arrangements analogues au Système monétaire européen pour la coordination des mesures de politique monétaire semble peu probable pour le moment.

Dans un régime de changes fixes, la discipline qu'impose aux coûts intérieurs un taux de change inflexible l'emporte sur les autres rôles que ce prix peut jouer, en particulier celui d'induire un ajustement au moindre coût possible aux changements économiques réels par le jeu des effets que les variations du taux de change nominal ont sur l'évolution du taux de change réel (c'est-à-dire le taux de change corrigé en fonction des taux relatifs d'inflation).

Pour illustrer ce point, je ferai remarquer que l'on peut s'attendre à ce que les termes de l'échange des pays concernés se modifient à mesure que baissera le volume des échanges effectués sous l'égide du Conseil d'assistance économique mutuelle (CAEM) et que s'établiront de nouveaux courants commerciaux. De manière plus générale, les prix relatifs fluctueront, sans doute beaucoup, en réaction à la transformation que subiront les marchés. Par conséquent, il faudra probablement que le taux de change réel varie dans le processus général d'ajustement des prix relatifs. Faute d'une certaine souplesse du taux de change nominal, il est bien possible que les variations nécessaires du taux de change réel ne puissent être obtenues qu'au prix d'énormes sacrifices économiques au chapitre de la production et de l'emploi.

Mais qu'en est-il de l'utilisation d'indicateurs, de guides et de points d'ancrage nationaux?

De ce côté, il est peu probable qu'une solution précise existe. On utilise couramment, sur le plan intérieur, les agrégats monétaires ou les agrégats du crédit pour tracer la trajectoire de la politique monétaire. Toutefois, compte tenu des transformations économiques et institutionnelles en cours, il paraît improbable qu'une relation stable puisse être établie avant longtemps entre l'évolution de tels agrégats et la dépense ou les taux d'intérêt.

Par conséquent, les autorités auraient tout intérêt à adopter une approche éclectique dans leur utilisation d'indicateurs nationaux. Dans un premier temps, elles pourraient, à la manière du FMI, imposer un plafonnement de l'expansion du crédit intérieur qui serait fonction du bilan de la banque centrale du pays. Quelles que soient les autres mesures de politique monétaire adoptées, la banque centrale

souhaitera, dans le contexte actuel de réforme économique et institutionnelle, observer attentivement le rythme auquel ses propres avoirs s'accroissent (j'aborderai de nouveau cette question plus loin).

Les autorités voudront néanmoins surveiller l'évolution de tous les indicateurs de prix au sens relativement large dont elles disposent, afin d'ajuster en conséquence le rythme d'expansion monétaire. Dans le même temps, en cette période de changements structurels, les prix relatifs fluctueront considérablement sur tous les marchés, et il pourra effectivement s'avérer difficile à court terme d'établir une distinction entre l'incidence des changements des prix relatifs sur le niveau des prix et les effets d'une inflation générale des coûts ou des prix intérieurs. Il va sans dire que la qualité des mesures utilisées déterminera en partie le degré d'exactitude avec lequel les variations des coûts ou des prix relatifs pourront être distinguées des mouvements généraux des coûts et des prix. La mise au point de mesures satisfaisantes constituera donc une priorité.

Même si la politique monétaire n'est pas entièrement axée sur le taux de change, l'évolution de la balance des paiements en général et les pressions du taux de change en particulier pourront aussi contribuer, de toute évidence, à déterminer l'intensité des pressions de la demande et des pressions inflationnistes et, par conséquent, à indiquer si une réorientation de la politique monétaire s'impose. Toutefois, comme dans le cas de l'évolution des prix, il importera de faire certaines distinctions. En effet, il faudra distinguer entre, d'une part, les effets de la demande sur la balance des paiements et le taux de change et, d'autre part, l'incidence des facteurs structurels.

Le taux d'augmentation du niveau général des revenus nominaux (appelé communément taux de salaire nominal) constitue manifestement un indicateur très utile pour le contrôle de l'inflation. L'attrait de cette mesure ne tient pas tant à la sensibilité des revenus nominaux aux pressions de la demande qu'au fait que ces derniers peuvent exercer des pressions sur les coûts et les prix dans un contexte institutionnel particulier. Cette dernière particularité pourrait exiger l'instauration de mesures restrictives qui viendraient s'ajouter au resserrement des conditions monétaires, non pas comme caractéristique permanente de l'économie de marché mais comme étape transitoire durant les premières phases du processus de stabilisation. De cette manière, le taux de salaire nominal pourrait servir temporairement de point d'ancrage pour les valeurs nominales, de concert avec les autres guides existants liés plus directement au processus d'expansion monétaire. À cet égard, l'expérience polonaise jusqu'à ce jour pourrait servir de modèle. Dans ce pays, le niveau des salaires (selon une politique des revenus fondée sur la taxation) sert, semble-t-il, à ancrer les valeurs nominales, aidé en cela dans une certaine mesure par des parités fixes.

L'édification des bases de l'économie de marché

De toute évidence, beaucoup d'aménagements institutionnels devront avoir lieu (et cela va au-delà des questions touchant à la structure et aux pouvoirs des banques centrales, dont on a sans doute parlé plus tôt ce matin) avant que les pays concernés puissent mettre en oeuvre, comme c'est le cas ailleurs, une politique monétaire fondée sur les lois du marché.

Il ne fait aucun doute que pour ces pays l'une des principales priorités consistera, au départ, à mettre en place un

système de dépôt et de crédit commercial axé sur le marché, champ d'activité traditionnel des banques commerciales. Mais, d'une manière plus générale, les autorités nationales devront aussi favoriser un accroissement de la concurrence sur les marchés financiers, afin que l'épargne soit canalisée vers les emplois les plus productifs. Au sein de l'OCDE, tant les systèmes où les banques jouent un rôle prépondérant (le modèle retenu en Europe continentale) que ceux où les titres négociables occupent une place très importante (le modèle appliqué en Amérique du Nord et au Royaume-Uni) ont permis de répondre à cet objectif. Dans un cas comme dans l'autre, les marchés de capitaux à court terme présentent un intérêt particulier pour les banques centrales, car c'est par ces marchés que les mesures prises par celles-ci se répercutent sur le reste du secteur financier et du secteur non financier.

Pour que des structures appropriées de marché se développent, il a parfois fallu que les banques centrales et les gouvernements donnent le ton. La Banque du Canada, par exemple, n'existait pas depuis bien longtemps lorsqu'elle s'est rendu compte qu'un marché monétaire fonctionnant bien - un marché où se négocient des bons du Trésor, du papier commercial, des prêts à un jour, etc. - favoriserait la mise en oeuvre de la politique monétaire de même que la bonne tenue générale de l'économie. Mais ce n'est qu'à la suite d'une série d'initiatives prises par la Banque du Canada en 1953 et en 1954 qu'un marché monétaire actif est né au Canada, alors qu'un système bancaire bien établi existait déjà depuis plusieurs dizaines d'années. (Les initiatives de la Banque à ce chapitre sont décrites en annexe.)

Sur le plan du contrôle de la monnaie, et par conséquent du contrôle de l'inflation, la création du marché monétaire canadien présentait deux aspects particulièrement séduisants.

En premier lieu, la mise en place du marché monétaire a permis une utilisation accrue des méthodes de gestion monétaire axées sur les prix, c'est-à-dire, en gros, les opérations d'open market. Parallèlement, le recours à la persuasion et aux coefficients de liquidité des banques pour influencer le volume du crédit commercial a baissé au point que ces méthodes ne sont plus utilisées à l'heure actuelle au Canada.

En deuxième lieu, l'ouverture de nouveaux débouchés pour le placement des titres de la dette publique - les titres du marché monétaire venant s'ajouter aux titres obligataires - a fait en sorte dans une certaine mesure que le financement des déficits budgétaires ne nuise pas au contrôle de la monnaie. En règle générale, en l'absence de marchés financiers importants et solides, capables d'absorber les demandes de financement, une banque centrale aurait beaucoup de difficulté à faire dévier les pressions directes exercées par les déficits budgétaires sur son bilan et par conséquent sur l'expansion de la base monétaire.

Faire dévier la pression, en relevant par exemple les coefficients des réserves bancaires détenues sous forme d'espèces ou de titres d'État, ne constitue pas une solution adéquate. Au mieux, cela entrave l'efficacité et la compétitivité des institutions de dépôt au sein du système financier. Une meilleure solution serait que l'État paie un taux d'intérêt suffisamment élevé pour attirer les bailleurs de fonds sans pour autant gonfler la masse monétaire. En général, si le crédit sous diverses formes doit vraiment être subventionné ou canalisé de préférence vers certains secteurs, la subvention devrait être clairement connue et non financée par ce qui est en fait une taxe (il ne s'agit plus alors de politique monétaire, mais bien de politique fiscale) sur l'intermédiation de l'épargne par le système bancaire.

Une autre question connexe ayant une incidence sur le contrôle de l'inflation concerne l'importance qu'il y a à mettre sur pied dès le début un système adéquat de surveillance prudentielle des institutions financières et à déterminer quelles institutions auront accès aux crédits de dernier recours aux fins de liquidité. Voilà un autre sujet de discussion qui sera abordé à une séance ultérieure. Si cette question est importante pour le contrôle de l'inflation, c'est qu'elle affranchit la conduite de la politique monétaire d'une contrainte éventuelle. La présence d'institutions en difficulté peut nuire à la discipline monétaire, de crainte qu'il n'en résulte une crise dans le système financier ou que les flux de capitaux vers le secteur non financier ne soient perturbés.

Les défis immédiats

La création d'institutions et l'instauration d'un climat de confiance exigent du temps, et, dans l'intervalle, la politique monétaire doit faire ce qu'elle peut avec les moyens dont elle dispose tout en ne perdant pas de vue un seul instant le contrôle de l'inflation.

On n'insistera jamais assez sur le fait que le contrôle global de la monnaie n'est envisageable que dans la mesure où aucune pression n'est exercée sur la banque centrale afin qu'elle gonfle son bilan (autrement dit, qu'elle fasse marcher la planche à billets) pour financer un déficit budgétaire. Cela implique probablement, compte tenu bien sûr de la situation de chaque pays, une certaine compression des dépenses, et même une réforme fiscale. Il ne s'ensuit pas nécessairement que la banque centrale ne contribuerait aucunement au financement du déficit. Mais ce financement devrait s'inscrire dans le cadre d'un plan de financement monétaire global qui reflète les impératifs du

contrôle de la masse monétaire et ne s'ajuste pas automatiquement à l'ampleur du déficit.

Un important excédent de monnaie - une forme d'épargne forcée - peut avoir été hérité du système précédent, où la création du crédit et le contrôle des prix ne jouaient aucun rôle. Il peut en résulter une montée en flèche de la dépense et de l'inflation après le déblocage des prix, et le processus visant à instaurer un climat de confiance à l'égard de la monnaie risque de faire long feu.

Le défi à relever ici est manifestement d'éliminer ce fardeau aussitôt que possible. Une façon d'absorber l'excédent de monnaie est la privatisation d'actifs appartenant à ces derniers. Il s'agit là d'un problème délicat, étant donné les préoccupations bien naturelles que soulève la vente d'actifs à des prix (peut-être) dérisoires, particulièrement à des étrangers. Néanmoins, la vente d'actifs constitue une soupape de sûreté utile. Le parc de logements, notamment, est tout désigné pour la privatisation, et l'acquisition de logements par des particuliers contribuerait grandement à accroître l'intérêt de ceux-ci à l'égard de l'économie de marché. Parallèlement, la vente d'actifs de l'État, dont la valeur de marché réelle est loin d'être évidente dans bien des cas, soulève d'importantes questions d'ordre prudentiel. Si ces ventes sont faites à crédit aux résidents ou aux entreprises du pays, il est essentiel qu'elles n'entraînent pas une extension, au profit d'entreprises financières ou non financières insolvables, du filet de sûreté que constituent les crédits de dernier recours. Il est également possible qu'une hausse du niveau des prix (par exemple, en raison d'un accroissement des prix relatifs des aliments ayant pour objectif de stimuler la production) puisse absorber une partie ou même la totalité des encaisses réelles excédentaires. Une réforme monétaire visant à éliminer les encaisses excédentaires

peut certainement être envisagée, mais, si elle n'a pas toutes les apparences d'une mesure définitive, elle minera sûrement la confiance dans le système monétaire. C'est pourquoi une réforme monétaire ne doit pas être considérée comme une étape en soi, mais plutôt comme une partie intégrante d'un programme de stabilisation plus vaste, autant que possible complété par des mesures budgétaires de réduction du déficit en vue d'éliminer l'une des causes systémiques de l'inflation.

Un autre défi important sera de faire en sorte que les taux d'intérêt "réels" servis sur les prêts et sur les dépôts soient positifs. Des taux d'intérêt positifs contribueront à encourager l'épargne volontaire et permettront une différenciation des crédits en fonction du risque. Cela favorisera aussi la réduction de toute offre excédentaire de monnaie, dans la mesure où les rendements réels de ces encaisses excédentaires étaient auparavant négatifs.

* * * * *

Dans une période où les changements structurels, et, par conséquent, les modifications des prix relatifs, se succèdent à un rythme rapide, et exception faite de l'adoption d'un régime de taux de change fixe qui puisse être perçu comme définitif, les autorités monétaires éprouveront des difficultés encore plus grandes que d'ordinaire à déterminer un taux d'expansion monétaire qui soit compatible avec le contrôle de l'inflation. Le contrôle exercé sur les actifs de la banque centrale (levier ultime de la politique monétaire) devra probablement être très serré, afin que le rythme de l'expansion du crédit de la banque centrale soit compatible avec les meilleures prévisions de cette dernière concernant l'augmentation que ses ressources pourraient

enregistrer en contrepartie du gonflement de ses engagements (provenant notamment de l'émission de billets de banque et de l'accroissement des réserves des banques commerciales) dans un contexte non inflationniste. Les prévisions devront être empreintes de prudence, car une fois que la confiance est perdue, il n'est pas facile de la restaurer. Cette approche axée sur "l'expansion du crédit intérieur" a l'avantage d'être sûre puisqu'elle peut servir de frein à une expansion monétaire excessive et contribuer à protéger l'équilibre de la balance des paiements globale¹.

¹ Voir par exemple "Credit Versus Money as an Instrument of Control" de Manuel Guitian, Staff Papers du FMI, novembre 1973.

ANNEXE

LA CRÉATION DU MARCHÉ MONÉTAIRE CANADIEN

Avant 1953, il n'existait pas de marché monétaire organisé au Canada. Les entreprises avaient peu de choix autres que le recours aux banques à charte pour se financer à court terme ou placer des fonds, à des taux d'intérêt rigides fixés par ces dernières. Les "prêts à vue" accordés par les banques aux opérateurs du marché monétaire étaient très peu liquides à l'époque et les taux d'intérêt auxquels ils étaient consentis étaient fixés en fonction du taux de base des prêts bancaires. Les bons du Trésor et le papier commercial étaient généralement conservés jusqu'à l'échéance. Dans une large mesure, les banques se tournaient vers New York pour s'approvisionner en capitaux à court terme.

Le manque de souplesse et de concurrence sur le marché intérieur des capitaux à court terme nuisait manifestement à l'efficacité des services financiers offerts et à la répartition de l'épargne. Qui plus est, depuis sa création au milieu des années 30, la Banque du Canada s'était rendu compte que l'absence d'un marché monétaire entravait son propre fonctionnement. Sans un marché actif de bons et de capitaux à un jour, les banques laissaient leurs réserves excédentaires fluctuer dans des limites assez larges. Ainsi, la banque centrale ne disposait pas de moyen d'action fiable pour influencer les conditions monétaires à court terme, même si elle pouvait fixer avec une certaine précision l'offre de liquidités dans le système bancaire (par le truchement des opérations d'open market)². Les banques avaient

² Dans ce contexte, "liquidités" désigne les dépôts des banques à la Banque du Canada. Ces dépôts servent de réserves (dont le montant ne doit pas être inférieur, au Canada comme ailleurs, à un niveau minimum) et de soldes de règlement dans le système de paiement.

tendance à réagir avec lenteur au resserrement ou au desserrement du volume des réserves mises à leur disposition. La Banque du Canada croyait que la création d'un marché monétaire actif inciterait les banques à mieux gérer leurs encaisses et constituerait ainsi une courroie de transmission plus efficace pour la politique monétaire. Toutefois, la Banque a dû mettre en veilleuse tous les projets qu'elle souhaitait réaliser dans ce domaine en raison de la Deuxième Guerre mondiale et de ses répercussions sur l'économie.

Au début des années 50, la conjoncture au Canada était en principe propice à la création d'un marché monétaire : les contrôles officiels mis en place durant la guerre avaient été abolis, et la banque centrale ne tentait plus de maintenir à la baisse les taux d'intérêt du marché; l'épargne et l'investissement s'étaient fortement accrus; les banques, les sociétés de fiducie et les compagnies d'assurance formaient un noyau d'intermédiaires importants et sophistiqués; et, comme les marchés des obligations et des actions étaient florissants, il y avait une foule de maisons de courtage en valeurs qui disposaient des ressources nécessaires pour devenir des agents agréés du marché monétaire. Pourtant, la Banque du Canada a connu peu de succès dans ses efforts visant à encourager une telle évolution, jusqu'au moment où diverses initiatives concrètes furent prises :

1953 . La Banque du Canada met à la disposition d'un groupe de 13 courtiers en valeurs mobilières, appelés "agents agréés du marché monétaire", des facilités de crédit à court terme, les prises en pension d'effets. Grâce à ce mécanisme, les stocks de bons du Trésor et d'obligations à court terme du gouvernement canadien peuvent être financés temporairement à la banque centrale. Chaque agent agréé peut recourir aux prises en pension jusqu'à concurrence d'un plafond préétabli;

initialement, la valeur totale des facilités de crédit disponibles était à peu près égale aux stocks de titres admissibles détenus par le groupe des agents agréés.

. La fréquence des adjudications de bons du Trésor est doublée, celles-ci devenant hebdomadaires, et les montants adjugés sont accrus.

. Comme le taux d'intérêt auquel sont effectuées les prises en pension est nettement inférieur au taux de base des prêts bancaires, les agents agréés se mettent rapidement à faire appel à ce mécanisme pour satisfaire la plupart de leurs besoins de financement et utilisent au maximum leurs facilités de crédit. La Banque presse les banques à charte de mettre à la disposition des agents agréés des prêts au jour le jour, à des taux comparables aux rendements des titres du marché monétaire, mais les banques ne manifestent dans un premier temps aucun intérêt pour une telle innovation.

1954 . La révision de la *Loi sur les banques* prévoit l'adoption d'une méthode de détermination des réserves fondée sur le calcul de moyennes. Comme les coefficients s'appliquent maintenant à la moyenne des réserves détenues pendant le mois, les banques peuvent réduire sensiblement le niveau de leurs liquidités excédentaires. En conséquence, la demande de liquidités auprès de la banque centrale se stabilise et les banques réagissent plus rapidement aux changements d'orientation de la politique monétaire.

. Il est décidé que les comptes de réserve des banques à charte seront crédités avec au moins deux jours de retard lorsque celles-ci vendent des titres à la Banque

du Canada. Par contre, la Banque verse dès le jour suivant aux comptes des banques à charte le produit du remboursement des prêts au jour le jour que celles-ci ont accordés aux courtiers en valeurs mobilières. Cette différence dans le traitement des opérations de règlement favorise grandement le recours aux prêts au jour le jour aux fins d'ajustement du niveau des réserves-encaisse des banques.

. Les banques à charte acceptent dorénavant d'octroyer des prêts au jour le jour, à des taux comparables à ceux des bons du Trésor, à hauteur des facilités de crédit non utilisées. Cela permet à la banque centrale de s'en tenir de nouveau à son rôle de prêteur de dernier recours.

. Les banques acceptent également de réduire les commissions relatives aux découverts d'une journée mis à la disposition des courtiers en valeurs mobilières³.

. La Banque crée à l'échelle nationale un service de transfert télégraphique des titres du gouvernement canadien.

Ces mesures ont donné les résultats souhaités.

En 1958, un marché monétaire actif servait de courroie de transmission de la politique monétaire, conformément aux désirs de la Banque. En 1962, cette dernière permettait que les acceptations bancaires soient admissibles à la prise en pension afin de favoriser leur introduction au Canada; cette pratique a

³ Les frais qu'exige une banque pour un découvert d'une journée sont appelés commissions sur découverts momentanés. Les courtiers ne peuvent éviter de tels découverts à cause de l'absence de simultanéité entre les opérations de livraison et de règlement.

été graduellement éliminée par la suite une fois les acceptations bancaires bien établies. À cette époque, le marché monétaire volait de ses propres ailes; l'expansion rapide enregistrée au cours des dernières décennies a été favorisée par les perspectives de profit, la concurrence et l'apparition de nouvelles techniques, plutôt que par des mesures de politique. De fait, durant la récente période, les autorités ont davantage cherché à libérer les forces du marché qu'à mettre en oeuvre de nouvelles mesures de soutien.

L'expérience vécue au Canada fait ressortir que la banque centrale peut apporter une contribution utile à l'évolution structurelle du secteur financier. Dans un cadre favorable, comme celui du marché monétaire canadien des années 50, quelques initiatives clés des pouvoirs publics peuvent favoriser une modernisation rapide. En retour, le développement d'un marché monétaire bien rodé a grandement contribué à accroître l'efficience du marché financier et à faciliter la mise en oeuvre de la politique monétaire et la transmission de ses effets.