

# Revue de la Banque du Canada

**Hiver 2003–2004**

## *Articles*

<b>L'évolution comparative des prix des services et des biens . . . . .</b>	<b>3</b>
<b>Les déséquilibres des paiements courants : quelques-uns des principaux enjeux touchant les grands pays industrialisés . . . . .</b>	<b>13</b>
<b>Motivations et conséquences de la cotation à l'étranger . . . . .</b>	<b>27</b>

---

## *Discours*

<b>Introduction . . . . .</b>	<b>37</b>
<b>Un taux d'inflation bas et prévisible et la tenue du marché canadien du travail . . . . .</b>	<b>39</b>
<b>Ajustements passés et tendances futures au sein de l'économie canadienne . . . . .</b>	<b>53</b>

---

## *Annonces diverses*

<b>Conseil d'administration, Haute Direction et cadres de la Banque du Canada . . . . .</b>	<b>59</b>
<b>Publications de la Banque du Canada . . . . .</b>	<b>65</b>
<b>Tableaux synoptiques . . . . .</b>	<b>69</b>
<b>Notes relatives aux tableaux . . . . .</b>	<b>75</b>

## Caisse enregistreuse en laiton — 1910

La caisse enregistreuse est vraisemblablement l'appareil le plus courant, voire le plus important dans tout magasin. Il s'agit du point vers lequel convergent les clients pour régler leurs achats de biens ou de services offerts par le commerçant. La caisse enregistreuse permet de tenir le compte des paiements : elle sert à enregistrer et à calculer les ventes ou les sommes portées au débit d'un compte, à rendre la monnaie et à produire les reçus, procurant au commerçant et au client un relevé exact de la transaction.

Avant l'invention de la caisse enregistreuse à la fin du XIX<sup>e</sup> siècle, les commerçants déposaient les recettes et les reçus de la journée dans un simple tiroir-caisse et consignaient dans un grand livre distinct les détails des opérations effectuées. Ce système prêtait aux inexactitudes et aux abus de la part de commis malhonnêtes. Pour remédier à la situation, James Ritty, un propriétaire de bar de l'Ohio, décida de concevoir un appareil automatique qui permettrait de traiter les opérations commerciales d'une manière sûre et précise. En 1879, ses efforts portèrent des fruits et, au bout d'à peine quelques années, son invention jouissait d'une grande popularité auprès des commerçants.

En 1884, John H. Patterson acheta la National Manufacturing Company, qui avait été mise sur pied pour produire les caisses enregistreuses de Ritty, et la renomma National Cash Register Co. Établie à Dayton, en Ohio, l'entreprise ouvrit son premier bureau

canadien à Montréal vers 1888, puis un autre à Toronto l'année suivante. En 1910, elle comptait des succursales dans toutes les grandes villes du Canada ainsi qu'une importante usine à Toronto.

Le modèle illustré, qui fait partie de la série 500 produite par cette entreprise, alliait raffinement mécanique et esthétique. De taille impressionnante, cette caisse enregistreuse, qui mesurait 73,6 cm sur 83,8 cm sur 50,8 cm, était tellement lourde qu'il fallait au moins deux personnes pour la déplacer. Outre les mécanismes de calcul nécessaires, les modèles de cette série étaient dotés d'éléments en option tels que moteurs, lampes électriques, horloges et timbres horodateurs, le tout réuni dans un boîtier en laiton ouvragé et muni d'une tablette en marbre. L'appareil reposait sur un socle en chêne robuste pouvant comporter jusqu'à six tiroirs, selon le modèle.

La caisse enregistreuse qui figure en page couverture fut fabriquée à Toronto en 1910 pour P. D. Herbert, dont l'épicerie était située au 228-232 de la rue Bank, à Ottawa. Certains objets associés à cet appareil semblent indiquer que John W. Thomson, de Buckingham, au Québec, propriétaire d'un magasin pour hommes, en fit l'acquisition pendant ou après la Première Guerre mondiale, et s'en servit jusque dans les années 1940.

La caisse enregistreuse fait partie de la Collection nationale de monnaies de la Banque du Canada.

Photographie : Gord Carter, Ottawa

La *Revue de la Banque du Canada* est une publication trimestrielle. Les *Statistiques bancaires et financières* sont publiées chaque mois. Il est possible de s'abonner aux deux publications.

**Revue de la Banque du Canada (publication trimestrielle)**

Livraison au Canada	25 \$ CAN
Livraison aux États-Unis	25 \$ CAN
Livraison dans les autres pays, par courrier surface	50 \$ CAN

**Statistiques bancaires et financières (publication mensuelle)**

Livraison au Canada	55 \$ CAN
Livraison aux États-Unis	55 \$ CAN
Livraison dans les autres pays, par courrier surface	120 \$ CAN

Pour les bibliothèques publiques canadiennes, ainsi que celles des ministères fédéraux et des établissements d'enseignement canadiens et étrangers, le tarif d'abonnement est réduit de moitié. On peut se procurer la *Revue* au prix de 7,50 \$, le recueil statistique mensuel au prix de 5,00 \$ et des tirés à part des articles au prix de 2,00 \$ l'exemplaire.

Pour vous abonner ou commander des exemplaires de publications de la Banque du Canada, veuillez vous adresser au Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada, K1A 0G9, composer le (613) 782-8248 ou adresser tout message électronique à : [publications@banqueducanada.ca](mailto:publications@banqueducanada.ca). Les paiements doivent être faits en dollars canadiens à l'ordre de la Banque du Canada. Le montant des abonnements et commandes en provenance du Canada doit être majoré de 7 % pour la TPS et, s'il y a lieu, de la taxe de vente provinciale.

Pour obtenir des renseignements sur les taux d'intérêt ou les taux de change, veuillez composer le (613) 782-7506.

# L'évolution comparative des prix des services et des biens

*Edith Gagnon, Patrick Sabourin et Sébastien Lavoie, département des Relations internationales*

- *L'examen des variations des prix des composantes de l'indice des prix à la consommation (IPC) confirme l'existence d'une tendance très répandue dans les pays industrialisés : les prix des services augmentent plus rapidement que ceux des biens.*
- *Cette évolution divergente des prix s'est maintenue dans le passé en dépit des variations du rythme de l'inflation, de sorte qu'on ne peut lui attribuer un rôle dans la tendance de l'évolution du niveau général des prix.*
- *L'écart entre l'accroissement des prix dans le secteur des services et dans celui des biens s'explique principalement par le rythme plus rapide des gains de productivité dans le secteur des biens.*

**L'**évolution des prix des composantes de l'IPC ces derniers temps a commencé à retenir l'attention des chercheurs et des marchés. Si les prix des services ont tendance à augmenter plus rapidement que ceux des biens depuis les années 1960, l'écart entre l'évolution de ces composantes de l'IPC s'est fortement creusé en 2002 dans la plupart des pays industrialisés.

## **Le contexte général**

---

*L'écart entre l'accroissement des prix des biens et de ceux des services s'est fortement creusé en 2002, ce qui a porté les chercheurs à se demander s'il s'agissait du début d'une tendance.*

---

L'évolution des deux grandes composantes de l'IPC, les services et les biens, indique très clairement que les prix des services s'accroissent depuis des décennies plus rapidement que ceux des biens. Comme on peut le voir au Tableau 1, peu importe le rythme de l'inflation, ce phénomène s'est maintenu tant au Canada que dans les autres grands pays industrialisés<sup>1</sup>. Par exemple, les prix des services ont continué à augmenter plus rapidement que ceux des biens tant durant les années d'inflation relativement élevée (les années 1970 et 1980) que durant celles où l'inflation était faible (les années 1960 et 1990).

---

1. Dans le présent article, le sigle IPC désigne l'indice des prix retenu, soit l'indice général des prix à la consommation dans le cas du Canada, des États-Unis et du Japon, l'indice des prix à la consommation harmonisés pour la zone euro et l'indice des prix de détail pour le Royaume-Uni.

Tableau 1

### Variation annuelle moyenne des indices des prix à la consommation\*

En %

	Canada	États-Unis	Zone Euro	Royaume-Uni	Japon
<b>IPC</b>					
1962-1970	2,92	2,96	–	4,12	–
1970-1990	6,84	6,28	–	10,02	5,59
1990-2002	2,27	2,91	2,52	3,35	0,75
<b>Services</b>					
1962-1970	4,05	4,06	–	–	–
1970-1990	7,07	7,72	–	7,31	6,47
1990-2002	2,69	3,64	3,27	4,66	1,39
<b>Biens</b>					
1962-1970	2,31	2,36	–	–	–
1970-1990	6,72	5,56	–	5,03	4,98
1990-2002	1,90	1,95	2,02	2,49	0,17

\* Les données des divers pays commencent aux années suivantes : Canada et États-Unis, 1962 ; zone euro, 1991 ; Japon, 1971 ; Royaume-Uni, 1962 (IPC) et 1988 (composantes de l'IPC).

Source : Datastream et Statistics Canada

En 2002, l'écart entre l'accroissement des prix des services et celui des biens s'est fortement creusé au Canada, aux États-Unis, dans la zone euro, au Royaume-Uni et au Japon (voir Tableau 2). De plus, dans certains pays, les prix des services ont grimpé, pendant que ceux des biens chutaient. Aucun de ces pays n'a connu de déflation, à l'exception du Japon, mais la divergence de plus en plus marquée entre l'évolution des prix des services et celle des biens a commencé à retenir l'attention.

### Le contexte historique

L'élargissement, observé en 2002, de l'écart entre les prix des composantes services et biens de l'IPC n'a pas été un phénomène inhabituel dans les pays industrialisés analysés ici, ces derniers ayant enregistré pendant diverses années des écarts assez considérables (Graphique 1). En outre, on constate que, dans l'ensemble des pays industrialisés, l'écart entre l'évolution des prix des services et des biens a été à plusieurs reprises plus élevé qu'en 2002 et qu'il a même été négatif pendant de courts laps de temps, où les prix des biens ont augmenté plus rapidement que ceux des services. Malgré cette dynamique de court terme, on peut dire que la variation du prix relatif des services par rapport à celui des biens a toujours été positive sur longue période dans l'ensemble des pays industrialisés retenus ici.

À la lumière de ce qui précède, on peut dire que l'existence d'un écart entre l'évolution des compo-

Tableau 2

### Variation annuelle des indices des prix à la consommation

En %

	Canada	États-Unis	Zone Euro	Royaume-Uni	Japon
<b>IPC</b>					
2000	2,7	3,4	2,4	2,9	-0,7
2001	2,5	2,8	2,5	1,8	-0,7
2002	2,2	1,6	2,2	1,6	-0,9
<b>Services</b>					
2000	2,3	3,4	1,7	3,5	–
2001	2,5	4,2	2,5	3,7	-0,1
2002	2,9	3,2	3,1	4,6	0,0
<b>Biens</b>					
2000	3,1	3,3	2,6	0,3	-1,3
2001	2,5	1,0	2,5	0,3	-1,4
2002	1,6	-0,6	1,7	-0,5	-1,8
<b>Écart</b>					
2000	-0,9	0,1	-0,9	3,2	1,2
2001	–	3,2	0,0	3,3	1,3
2002	1,3	3,8	1,4	5,1	1,8

Source : Datastream et Statistics Canada

santes services et biens de l'IPC ne doit pas être vue comme un signe inquiétant, puisqu'elle semble indépendante de la tendance de l'évolution du niveau général des prix. De même, l'accentuation de tels écarts n'est pas en soi alarmante, puisque l'expérience montre que ceux-ci se sont toujours résorbés. La question suivante conserve toutefois toute sa pertinence : pourquoi les prix des biens augmentent-ils plus rapidement que ceux des services?

### Les causes du renchérissement plus rapide des prix des services

Différentes raisons peuvent expliquer la tendance qu'ont les prix des services à progresser plus rapidement que ceux des biens. D'abord, il se pourrait que cette tendance soit plus apparente que réelle et qu'elle provienne surtout de la difficulté de mesurer correctement les prix dans le secteur des services (voir encadré, p. 6). Mais, si une différence réelle demeure, elle s'expliquerait par certains facteurs économiques, notamment des gains de productivité plus rapides dans le secteur des biens que dans celui des services<sup>2</sup>, un accroissement de l'ouverture du secteur des biens aux échanges extérieurs et une demande croissante de services, à mesure que la population s'enrichit.

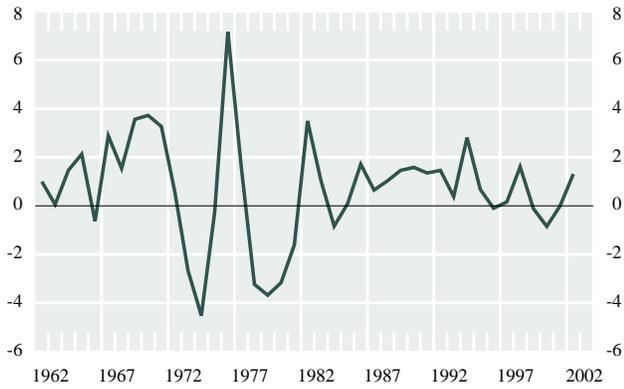
2. Voir Maclean (1996, 1997) pour une revue de la productivité dans le secteur des services au Canada et Gordon (1996) pour le cas américain.

# Graphique 1

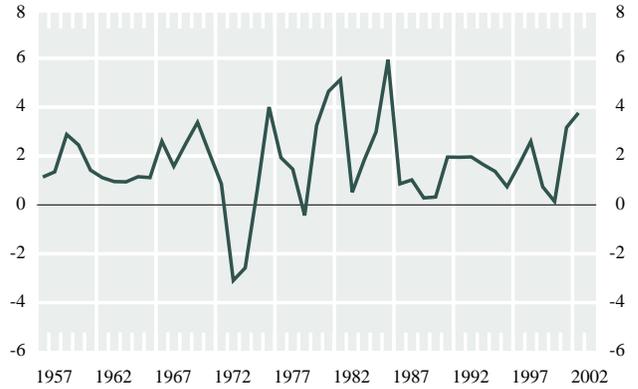
## Écart entre l'évolution des composantes services et biens de l'IPC

En points de pourcentage

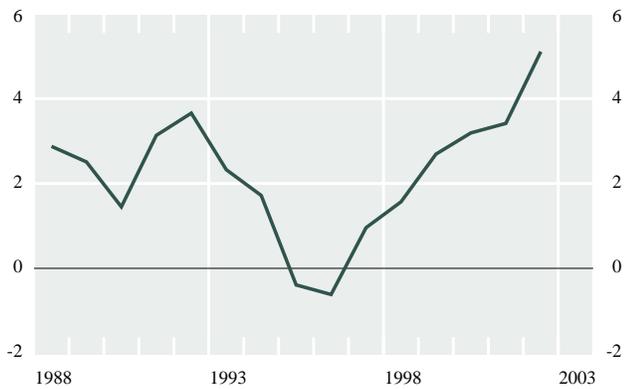
### Canada



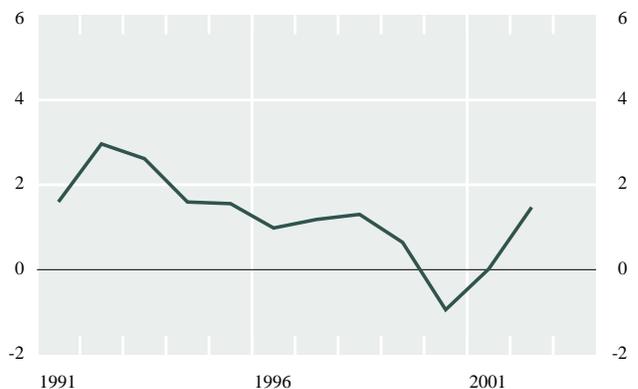
### États-Unis



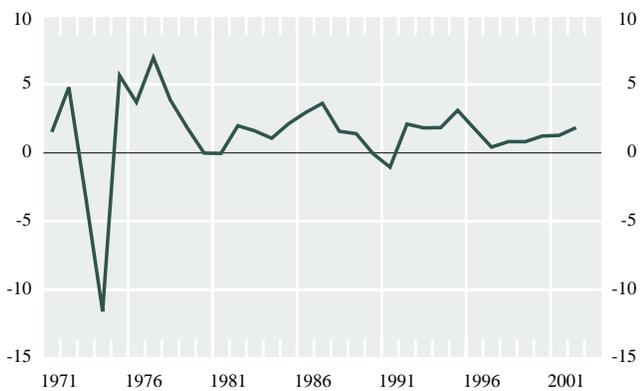
### Royaume-Uni



### Zone euro



### Japon



Source : Thomson Financial Datastream et Statistique Canada

## Les problèmes d'erreurs de mesure

La production dans certains secteurs est intangible et ne peut pas être facilement définie par référence à des unités quantifiables (Maclean, 1996). En outre, il est particulièrement difficile de mesurer les améliorations de la qualité dans le secteur des services parce que, généralement, celles-ci sont fonction d'un très grand nombre de facteurs (la commodité du client par exemple) qui n'entrent pas dans les mesures de la production de biens. Par définition, une amélioration de la qualité accroît la productivité (production) et réduit d'autant le prix effectif.

### *Sources d'erreurs*

L'accroissement du prix d'un service ou d'un bien est gonflé lorsque sa qualité augmente sans que cela ne soit incorporé au prix<sup>1</sup>. Par exemple, le prix d'une consultation médicale est mesuré en fonction du tarif appliqué<sup>2</sup>. Les modifications de la qualité d'un traitement médical sont difficiles à quantifier, car elles dépendent notamment de la contribution à la santé du patient (baisse des effets secondaires) et de la vitesse de récupération, qui n'est pas prise en compte dans les données statistiques. Par ailleurs, dans un grand nombre d'industries de services (p. ex. les finances, les assurances et l'immobilier), il est peu probable que l'amélioration de la qualité découlant de l'apport de nouvelles technologies soit appréhendée par les techniques de mesure habituelles. Les guichets automatiques sont un

1. Crawford (1998) a étudié le biais de qualité que comporte l'IPC canadien. Voir aussi les études de Shapiro et Wilcox (1996) pour les États-Unis et de Cunningham (1996) pour le Royaume-Uni

2. À noter que cet exemple s'applique uniquement aux États-Unis. Pour le Canada, les visites médicales sont payées par l'État et ne font pas partie de l'IPC.

exemple. Dans la mesure où ce service a permis aux banques de réduire leurs effectifs, les données relatives aux banques devraient refléter un accroissement de la productivité. Or, la commodité associée à des éléments tels que la proximité des guichets et la réduction des files d'attente ne se reflète pas dans les données de l'accroissement de la productivité, bien que les clients y trouvent un avantage certain.

Il convient de mentionner que la difficulté de mesurer la croissance de la production, de la productivité et des prix dans le secteur des services (de même que dans celui des biens) entraîne un problème d'allocation sectorielle de la valeur ajoutée. Par exemple, un bon nombre de services ne sont pas directement vendus aux consommateurs, mais servent d'intrants pour les industries de biens. Une sous-estimation de ce facteur risque d'entraîner une surestimation de la valeur ajoutée fournie par le secteur des biens et, conséquemment, mène à une surestimation de la croissance de la productivité de ce secteur.

En résumé, il est généralement reconnu que les problèmes de mesure sont plus épineux lorsqu'il s'agit de services que lorsqu'il s'agit de biens. Qui plus est, le champ couvert par les données relatives au secteur des services est moins bien délimité que celui du secteur des biens. Selon un grand nombre d'études empiriques, les erreurs de mesure ne peuvent cependant expliquer à elles seules l'écart entre l'accroissement des prix des services et de ceux des biens. Elles en expliqueraient au plus la moitié (Kostenbauer et Prudhomme (1999), Kroch (1991), Brauer (1993) et Rappoport (1987)).

## Les gains de productivité

Selon Baumol (1967), si le prix des services augmente plus rapidement que celui des biens, c'est principalement parce que la croissance de la productivité est moindre dans ce secteur. À titre d'exemple, Baumol souligne que, si la productivité progresse de 4,0 % l'an dans le secteur des biens, les entreprises de ce secteur

peuvent majorer d'autant le salaire annuel de leurs employés sans devoir accroître leurs prix. Plusieurs services, notamment les services socio-culturels (p. ex. la santé et l'enseignement) et certains services personnels (p. ex. les soins de beauté) reposent sur les compétences de la main-d'œuvre et ne permettent pas une mécanisation accrue du travail. Par exemple, il est

difficile pour le barbier d'accroître sa productivité par une réduction du temps consacré aux clients, les outils dont il dispose et les possibilités de mécanisation étant très limités.

---

*Une croissance plus rapide de la productivité dans le secteur des biens provoque une baisse des prix des biens par rapport à ceux des services.*

---

Dans un cadre de concurrence et de mobilité de la main-d'œuvre, les salaires devraient croître à long terme à peu près au même rythme dans les deux secteurs, sinon une pénurie de main-d'œuvre se développerait et s'accroîtrait à la longue dans le secteur des services. Si le coût de la main-d'œuvre doit être comparable dans les deux secteurs, abstraction faite des différences entre les conditions de travail et entre les compétences requises, et que le rendement du capital doit également être le même dans ces secteurs, une croissance plus rapide de la productivité dans le secteur des biens provoque une baisse des prix des biens par rapport à ceux des services. Plus la concurrence dans un secteur est forte, plus la baisse des coûts de production engendrée par un gain de productivité aura tendance à se transmettre rapidement aux consommateurs.

Les résultats du Tableau 3 appuient le point de vue de Baumol<sup>3</sup>. On y observe que la croissance des salaires dans le secteur des services a été similaire en moyenne à celle du secteur des biens (à l'exception du Japon, où il y a un écart d'un point de pourcentage). De plus, dans l'ensemble des pays industrialisés, la croissance de la productivité du secteur des biens a systématiquement dépassé celle du secteur des services. Et cela s'est notamment traduit par un écart similaire en moyenne entre la progression des prix et celle de la productivité dans les deux secteurs.

Les résultats obtenus au Tableau 3 sont compatibles avec ceux qui ont été obtenus par Brauer (1993) pour les États-Unis et par Baldwin, Durand et Hosein (2001)

3. La difficulté liée à la mesure des changements de qualité dans le secteur des services incite à la prudence dans l'interprétation de l'évolution de la productivité relative des industries de biens et de services.

**Tableau 3**

**Variation des écarts entre la croissance des prix, de la productivité et des salaires dans les pays industrialisés\***

Moyenne en %

	Période	Ps-Pb	Prodb-Prods	Rb-Rs
Zone euro	1991-1999	1,9	1,8	0,0
Royaume-Uni	1988-1999	1,8	1,3	0,5
Japon	1988-1998	1,3	1,4	1,0
États-Unis	1988-2001	1,4	1,8	-0,3
Canada	1988-1999	1,0	1,3	0,0

\* Ps et Pb désignent respectivement l'évolution des prix des services et des biens; Prodb et Prods, l'évolution de la productivité dans les deux secteurs; Rb et Rs, l'évolution de la rémunération dans ces secteurs.

Sources : OCDE, base de données STAN, 2002

pour le Canada. Ces auteurs affirment que l'hypothèse d'indépendance entre la croissance des salaires relatifs et celle de la productivité relative concorde avec les résultats de leurs recherches. Ils trouvent également une forte corrélation entre les différences sectorielles de la croissance de la productivité et de celle des salaires réels lorsque ceux-ci sont exprimés en fonction des prix du secteur concerné (soit les salaires réels calculés du point de vue du producteur). Il convient toutefois de noter que l'hypothèse de la mobilité intersectorielle de la main-d'œuvre ne concorde pas avec les résultats des recherches de Rappoport (1987) et de Kostenbauer et Prudhomme (1999). Ces derniers affirment que le degré de substituabilité entre les emplois du secteur des biens et ceux des services est faible, alors que la théorie formulée par Baumol suppose que cette substituabilité est très élevée. Malgré cette apparente contradiction<sup>4</sup>, les résultats figurant au Tableau 3, ainsi que la plupart des études empiriques, confirment que le rythme plus rapide des gains de productivité dans le secteur des biens que dans le secteur des services est une cause importante du renchérissement plus rapide des services.

## L'accroissement de l'ouverture aux échanges extérieurs

Les biens font davantage l'objet d'échanges internationaux que les services, en raison de leur nature

4. La contradiction est peut-être plus apparente que réelle. Il est possible d'avoir une grande substituabilité *ex ante* sans avoir de substituabilité *ex post*, c.-à-d. sans grande mobilité intersectorielle. La substituabilité intersectorielle pourrait se faire, par exemple, par l'ajout de nouveaux travailleurs, sans pour autant que les travailleurs déjà établis changent de secteur.

plus tangible. Cela intensifie la concurrence sur le marché des biens et a pour effet de restreindre la croissance de leurs prix par rapport à ceux des services.

Bien que le degré d'ouverture au commerce extérieur<sup>5</sup> varie d'un pays à l'autre, on observe que les pays industrialisés ont dans l'ensemble continuellement accru leur intégration à l'économie mondiale au cours des dernières décennies (voir Tableau 4). Une des conséquences de cette plus grande ouverture des pays aux échanges a été leur spécialisation de plus en plus grande dans la production de biens pour lesquels ils ont des avantages comparatifs.

*Les échanges internationaux intensifient la concurrence sur le marché des biens et ont pour effet de restreindre la croissance des prix de ceux-ci par rapport à ceux des services.*

Par ailleurs, la croissance continue du commerce extérieur s'est en partie manifestée dans la vive progression du commerce avec les marchés à forte croissance, notamment les pays émergents d'Asie<sup>6</sup>

**Tableau 4**  
**Accroissement de l'ouverture au commerce**

	Canada	États-Unis	Zone euro*	Royaume-Uni	Japon
Moyenne en % du PIB					
1980-1985	44	14	–	43	18
1986-1990	52	17	–	48	19
1991-1995	63	20	53	54	21
1996-2002	79	27	68	69	26

\* Comprend les échanges au sein de la zone.  
Source : Comptes nationaux des pays concernés

5. Le degré d'ouverture est représenté par la part des exportations et des importations de biens et services dans la production totale. Voir Dion (1999-2000) pour de plus amples renseignements sur les récentes tendances du commerce extérieur canadien.

6. Une étape importante dans l'intégration du marché des biens a été franchie en décembre 2001 avec l'admission de la Chine à l'Organisation mondiale du commerce (OMC).

(voir Tableau 5). Comme les pays émergents offrent certains produits à des prix moins élevés, ils exercent, par le biais de la concurrence, des pressions à la baisse sur les prix de ces produits dans les pays industrialisés. Par contre, les pressions qui s'exercent sur les prix des biens faisant l'objet d'échanges internationaux produits dans les pays industrialisés s'atténuent lorsque les débouchés augmentent en raison de l'accroissement de la demande pour ces biens dans les pays émergents ou lorsque la monnaie de ces pays s'apprécie.

**Tableau 5**  
**Échanges de biens entre pays industrialisés et pays émergents**

	Canada		États-Unis		OCDE- <sup>*</sup> Europe		Royaume-Uni		Japon	
	1980	2001	1980	2001	1980	2001	1980	2001	1980	2001
Part des importations de biens par région d'importation										
Asie	2,6	7,9	11,1	21,0	8,6	24,7	5,3	11,9	23,7	37,5
Chine	0,2	3,7	0,4	9,3	0,8	8,7	0,3	2,6	3,1	16,6
Amérique latine	5,7	5,5	15,4	17,4	7,1	6,1	2,7	1,8	4,1	2,7
Mexique	0,5	3,5	5,2	11,5	0,8	0,8	0,3	0,7	0,7	0,6

\* À l'exclusion des échanges au sein de ce groupe, qui comprend les 15 membres de l'Union européenne, la Hongrie, l'Islande, la Norvège, la Pologne, la République slovaque, la République tchèque, la Suisse et la Turquie.

Source : OMC (2002), OCDE

Selon Balassa (1964) et Samuelson (1964), si un pays connaît une croissance de la productivité plus rapide dans le secteur des biens que les autres pays, que l'écart entre les taux de croissance de la productivité des services dans les divers pays est négligeable et que la loi du prix unique s'applique aux biens comparables qui font l'objet d'échanges internationaux, le taux de change réel de ce pays aura tendance à s'apprécier<sup>7</sup>.

L'intensification de la concurrence internationale force les entreprises du secteur des biens à accroître leur productivité afin de demeurer compétitives sur les marchés. Du même coup, elles enregistrent des gains de productivité par rapport aux entreprises du secteur des services. Aussi, une ouverture de plus en plus grande au commerce extérieur contribue à la persistance de l'écart existant entre l'évolution des prix des services et celle des biens.

7. Notons toutefois que l'hypothèse de Balassa et Samuelson n'est pas pleinement supportée par les données empiriques. Cela s'explique notamment par le rejet de la loi du prix unique dans le secteur des biens faisant l'objet d'échanges internationaux.

Les variations qu'enregistre le taux de change réel en réaction à des chocs de productivité entraînent des modifications du prix relatif des biens faisant l'objet d'échanges internationaux par rapport à ceux des services, qui, eux, ne sont pas échangés à l'échelle internationale<sup>8</sup>. Pour un pays bénéficiant de gains de productivité dans le secteur des biens, une appréciation de la monnaie fait augmenter l'écart entre l'évolution des prix des services et des biens. Toutefois, la mesure dans laquelle les entreprises répercutent l'incidence des fluctuations des taux de change sur les prix des biens échangeables est souvent limitée, car il est souvent coûteux d'ajuster ces prix après des variations temporaires du cours du change. Néanmoins, une appréciation soutenue de la monnaie entraîne une diminution du prix des biens importés et par conséquent une baisse des coûts de production, qui finissent par se refléter dans les prix des biens. Les incidences des variations du taux de change sur les prix des biens varient également d'un pays à l'autre<sup>9</sup>.

---

*Les variations qu'enregistre le taux de change réel en réaction à des chocs de productivité entraînent des modifications du prix relatif des biens faisant l'objet d'échanges internationaux par rapport à ceux des services, qui, eux, ne sont pas échangés à l'échelle internationale.*

---

Le Tableau 6 illustre l'influence que peuvent exercer les variations du taux de change sur les prix des biens et des services. En effet, l'appréciation du dollar américain et celle de la livre sterling depuis 1995 se sont accompagnées de baisses plus marquées des prix des biens par rapport à ceux des services. En revanche, sur la même période, les baisses des prix des biens par rapport à ceux des services ont été nettement moins prononcées parmi les pays ayant connu une déprécia-

8. Le taux de change réel peut fluctuer pour d'autres raisons. Par exemple, des variations des termes de l'échange découlant par exemple d'un choc pétrolier ou d'un changement dans la composition des dépenses fiscales peuvent également faire varier le taux de change réel.

9. Les répercussions des variations de taux de change sur les prix à la consommation peuvent varier dans le temps et selon l'ampleur de l'écart de production (voir Banque du Canada, 2000).

tion de leur devise (en l'occurrence le Canada, le Japon et la zone euro). En fait, depuis 1995, on remarque un accroissement de l'écart entre les prix des services et des biens dans les pays qui ont connu une appréciation de leur monnaie, alors que l'on observe partout (sauf au Canada) une modération de l'écart de prix dans les pays dont la monnaie a chuté au cours de cette période.

Tableau 6

**Variations du taux de change effectif et du rapport entre les prix des biens et des services (1995-2002)\***

	Ps-Pb	Ps	Pb	e
Zone euro	-0,1	-0,3	-0,2	-6,0
Royaume-Uni	5,5	2,0	-3,5	17,5
Japon	-1,3	-1,5	-0,2	-20,0
États-Unis	2,4	-0,2	-2,6	23,0
Canada	0,6	0,4	-0,2	-6,0

\* Ps, Pb désignent respectivement l'évolution des prix des services et des biens; e, l'évolution du taux de change effectif réel.  
Source : Thomson Financial Datastream

## L'accroissement continu de la demande de services

L'accroissement plus rapide de la demande de services que de la demande de biens est un argument souvent avancé dans la littérature pour expliquer la tendance qu'ont les prix des services à renchérir plus rapidement que ceux des biens. Diverses raisons peuvent expliquer l'accroissement continu de la demande de services que l'on observe dans les pays industrialisés. Une population vieillissante par exemple a tendance à consommer de plus en plus de services personnels et de soins de santé<sup>10</sup>. De même, l'effet-revenu est plus important que l'effet du renchérissement des services, de sorte que l'accroissement des revenus s'accompagne d'un accroissement de la part consacrée aux services, notamment aux loisirs, à l'éducation, aux services personnels, à l'assurance, aux services financiers, etc.

Moller (2001) explique que la demande de services continue de croître plus rapidement que la demande

10. Cet exemple est valide surtout pour les États-Unis, où les soins médicaux sont compris dans l'IPC.

de biens en utilisant des estimations de l'élasticité de la demande de services par rapport au revenu et aux prix et conclut que, dans la plupart des cas, l'élasticité-revenu de la demande de services est supérieure à 1 (en Allemagne, aux États-Unis et au Royaume-Uni). Ses résultats donnent également à penser que depuis 1970 l'effet-revenu est plus important que l'effet-prix. Cette conclusion signifie que la hausse du revenu des consommateurs peut compenser l'augmentation des prix relatifs des services par rapport aux prix des biens, de sorte que la demande de services continue à croître. Moller observe également que l'élasticité-prix des biens a diminué sensiblement de 1960 à 1990.

Le Tableau 7 confirme l'idée que la consommation de services a augmenté entre 1980 et 2000 par rapport à celle des biens dans l'ensemble des grands pays industrialisés. Au cours de cette période, la fraction des dépenses réelles consacrée aux services s'est généralement accrue en même temps que les prix relatifs augmentaient. Ainsi, la part des dépenses en services dans les dépenses totales a augmenté depuis le début des années 1980<sup>11</sup>.

Cet accroissement plus rapide de la demande de services par rapport à la demande de biens est une autre raison pouvant expliquer la tendance des services à renchérir plus rapidement que les biens<sup>12</sup>.

11. Évidemment, cet argument n'est valide que si les erreurs de mesure ne sont pas trop importantes.

12. Cette hausse simultanée des prix relatifs et de la demande persistante de services est communément appelée dans la littérature le paradoxe des services.

Tableau 7

### Part des services dans la consommation totale

	En valeur		En termes réels		Écart de croissance des prix*
	1980	2000	1980	2000	
Royaume-Uni	0,37	0,49	0,35	0,46	1,93
Japon	0,48	0,56	0,49	0,49	1,39
États-Unis	0,48	0,58	0,52	0,56	1,98
Canada	0,43	0,51	0,44	0,51	0,61

\* Ces écarts sont donnés à des fins d'illustration.  
Source : OCDE et Statistique Canada

## Conclusion

L'écart observé entre l'évolution des prix des services et celle des prix des biens semble indépendant du rythme de l'inflation tant au Canada que dans les principaux pays industrialisés. Il ne semble donc pas avoir d'incidence sur la tendance de l'inflation ces derniers temps. Bien que les écarts observés entre les prix des deux grandes composantes de l'IPC puissent fluctuer fortement sur de courtes périodes, comme en 2002 par exemple, ils fluctuent généralement toujours autour d'une moyenne positive en longue période. La persistance de ce phénomène s'explique en bonne partie par le rythme des gains de productivité, qui est plus rapide dans la production des biens que dans celle des services. Elle tient également à l'ouverture accrue du commerce des biens échangeables et à la demande croissante de services à mesure que la population s'enrichit.

## Ouvrages et articles cités

Balassa, B. (1964). « The Purchasing Power Parity Doctrine: A Reappraisal », *Journal of Political Economy*, vol. 72, p. 584-596.

Baldwin, J. R., R. Durand et J. Hosein (2001). *Restructuring and Productivity Growth in the Canadian Business Sector*, Statistique Canada, n° 15-204 au catalogue.

Banque du Canada (2000). « Note technique 2 : Incidence réduite du taux de change sur l'indice de référence », *Rapport sur la politique monétaire* (novembre), p. 9.

Baumol, W. (1967). « The Macroeconomics of Unbalanced Growth: the Anatomy of Urban Crisis », *American Economic Review*, vol. 57, n° 3, p. 415-426.

Brauer, D. (1993). « Why Do Services Prices Rise More Rapidly than Goods Prices? », document de travail n° 9330, Federal Reserve Bank of New York.

Crawford, A. (1998). « Le point sur les biais de mesure inhérents à l'IPC canadien », *Revue de la Banque du Canada* (printemps), p. 39-56.

- Cunningham, A.W.F. (1996). « Measurement Bias in Price Indices: an Application to the UK's RPI », document de travail n° 47, Bank of England.
- Dion, R. (1999-2000). « Les tendances du commerce extérieur canadien », *Revue de la Banque du Canada* (hiver), p. 31-45.
- Gordon, R. J. (1996). « Problems in the Measurement and Performance of Service-Sector Productivity in the United States », document de travail n° 5519, National Bureau of Economic Research.
- Kostenbauer K., et M. Prudhomme (1999). « Service Inflation: Why Is It Higher ? A partial Examination of the Causes », Statistique Canada, n° 662F0014MIB au catalogue.
- Kroch, E. (1991) . « Tracking Inflation in the Service Sector », *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review* (été), p. 30-35.
- Maclean, D. (1996). « La croissance de la productivité dans le secteur des services », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 3-18.
- Maclean, D. (1997). « Productivity Growth in the Service Sector: Mismeasurement, Mismanagement or Misinformation? », document de travail n° 97-6, Banque du Canada.
- Moller, J. (2001). « Income and Price Elasticities in Different Sectors of the Economy : an Analysis of Structural Change for Germany, the UK and the USA ». In : *The Growth of Service Industries : The Paradox of Exploding Costs and Persistent Demand*, sous la direction de T. ten Raa et R. Schettkat, p. 167-208.
- Rappoport (1987). « Inflation in the Service Sector », *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, vol. 11, p. 35-45.
- Samuelson, P. (1964). « Theoretical Problems on Trade Problems », *Review of Economics and Statistics*, vol. 46, n° 2, p. 145-154.
- Shapiro, M. D., et D. W. Wilcox (1996). « Mismeasurement in the Consumer Price Index: An Evaluation », document de travail n° 5590, National Bureau of Economic Research.



# Les déséquilibres des paiements courants : quelques-uns des principaux enjeux touchant les grands pays industrialisés

Jocelyn Jacob, département des Relations internationales

- Ces dernières années, l'apparition d'importants déséquilibres de la balance courante dans les principales économies de la planète, particulièrement aux États-Unis, a ravivé les débats théoriques et les discussions publiques sur la viabilité de ces déséquilibres.
- Les déséquilibres (déficits ou excédents) de la balance courante ne constituent, en eux-mêmes, ni une bonne ni une mauvaise chose. Ils résultent simplement du jeu de certains facteurs structurels et cycliques relatifs d'un pays et de ses partenaires commerciaux.
- Durant la seconde moitié des années 1990, l'accroissement de la productivité a été nettement plus rapide aux États-Unis que dans les autres grandes économies, et ce facteur a joué un rôle important dans l'évolution du compte courant des économies dominantes. Plus récemment, toutefois, c'est l'assouplissement de l'orientation budgétaire aux États-Unis qui a constitué le facteur décisif dans le creusement du déficit de la balance courante de ce pays.
- L'expérience des dernières décennies nous enseigne que des déficits de l'ordre de ceux que l'on observe à l'heure actuelle ne durent habituellement pas longtemps et peuvent parfois se résorber tandis que se produisent des fluctuations assez brusques des taux de change. Il reste que l'épisode actuel revêt un caractère exceptionnel à plusieurs égards. Par exemple, il tient en partie à la tenue relativement favorable de la productivité dans l'économie américaine, qui, si elle se maintient, pourrait réduire la probabilité d'un ajustement brusque. Par ailleurs, d'aucuns croient que la capacité des États-Unis de financer son déficit courant s'est accrue avec le temps.
- La dépréciation substantielle (mais ordonnée) du dollar américain en termes effectifs réels depuis le début de 2002 favorisera une certaine réduction des déséquilibres extérieurs parmi les principales économies du monde.

Depuis quelques années, on constate une recrudescence des débats entre spécialistes et des discussions publiques sur l'accentuation des déséquilibres extérieurs des grands pays, en particulier sur le creusement du déficit courant des États-Unis. Dans ce contexte, l'un des objectifs majeurs du présent article est de démontrer que la balance courante est le simple résultat de l'interaction de certaines forces structurelles et cycliques entre partenaires commerciaux. La première section examine les déterminants qui sous-tendent l'évolution de la balance courante des trois principales économies industrielles (les États-Unis, le Japon et la zone euro<sup>1</sup>) depuis le milieu des années 1990.

La deuxième section étudie les risques que des déficits courants de grande ampleur et l'augmentation connexe des engagements internationaux peuvent faire peser sur la stabilité macroéconomique et financière. Nous passons en revue plusieurs évaluations des déséquilibres actuels dans les paiements internationaux, effectuées par l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques (OCDE), le Fonds monétaire international (FMI) et des universitaires, et analysons l'expérience passée à l'échelle internationale (notamment les années 1980) en matière de déséquilibres extérieurs semblables à ceux que nous observons actuellement. Cette analyse nous amène à conclure que les déficits de grande ampleur qu'accusent les pays industrialisés ne durent généralement pas longtemps et que leur résorption suppose habituellement une importante dépréciation du taux de change

1. L'appellation « G3 » désigne collectivement les États-Unis, le Japon et la zone euro.

conjuguée à un ralentissement de la croissance de la demande intérieure. Les parallèles qui peuvent être établis avec les tendances récentes des marchés des changes et l'activité économique aux États-Unis confèrent au présent article un intérêt particulier.

## L'évolution récente de la balance courante des pays du G3

Un trait dominant de l'évolution de la balance des paiements courants des principales économies depuis le milieu des années 1990 est le triplement du déficit des États-Unis, qui est passé de 1,5 % du PIB en 1997 (soit la moyenne approximative des deux décennies précédentes) à 4,6 % en 2002 (Tableau 1)<sup>2</sup>. Au cours de cette période, le Japon et, à un degré moindre, la zone euro ont conservé des excédents appréciables tandis que d'autres pays, notamment certains pays en développement, vivaient un renversement de situation, passant d'un déficit à un excédent. Les nouvelles économies industrielles d'Asie<sup>3</sup> ont elles aussi vu leurs excédents augmenter de façon notable ces dernières années. En conséquence, l'excédent combiné du Japon et de la zone euro, qui compensait largement le déficit américain en 1997, représentait moins de 40 % de ce déficit en 2002. Bien qu'il ne constitue pas l'objet du présent article, ce changement met en lumière l'importance croissante des économies émergentes sur la scène économique mondiale<sup>4</sup>.

*Un trait dominant de l'évolution de la balance des paiements courants des principales économies depuis le milieu des années 1990 est le triplement du déficit des États-Unis.*

2. L'encadré de la page 15 traite de la disparité entre les sources de données ainsi que des erreurs de mesure qui compliquent l'analyse de la balance courante et du bilan des investissements internationaux. Il importe de garder ces précisions à l'esprit pour comprendre les écarts apparents entre des statistiques de même nature figurant dans les tableaux et graphiques du présent article.

3. Région administrative spéciale de Hong Kong, Corée du Sud, Singapour et Province chinoise de Taiwan.

4. Le Canada figure parmi les principales nations commerçantes, mais sa balance courante est relativement modeste (soit un excédent moyen d'environ 16 milliards de dollars américains depuis 2000). Il n'a donc pas joué un rôle significatif dans les déséquilibres extérieurs à l'échelle mondiale.

**Tableau 1**

### Évolution des balances courantes à l'échelle mondiale

En milliards de dollars É.-U.

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	Variation entre 1997 et 2002
États-Unis <sup>a</sup>	-128,4 (-1,5)	-203,8 (-2,3)	-292,9 (-3,2)	-410,3 (-4,2)	-393,7 (-3,9)	-480,9 (-4,6)	-352,5 -3,1 <sup>b</sup>
Zone euro <sup>a,c</sup>	98,2 (1,5)	62,5 (0,9)	29,0 (0,4)	-28,7 (-0,5)	11,8 (0,2)	61,2 (0,9)	-37,0 -0,6 <sup>b</sup>
Japon <sup>a</sup>	96,6 (2,2)	119,1 (3,0)	114,5 (2,6)	119,6 (2,5)	87,8 (2,1)	112,7 (2,8)	+16,1 +0,6 <sup>b</sup>
Canada <sup>a</sup>	-8,2 (-1,3)	-7,7 (-1,2)	1,7 (0,3)	20,7 (2,9)	17,3 (2,4)	14,9 (2,0)	+23,1 +3,3 <sup>b</sup>
Nouvelles économies industrielles d'Asie	8,5	66,8	60,1	43,5	54,6	68,0	+59,5
Autres économies avancées	22,0	3,7	-7,2	20,7	31,3	37,5	+15,5
Pays en développement	-55,6	-82,6	-9,6	67,8	25,9	74,0	+129,6
Pays en transition	-25,3	-29,5	-2,4	25,1	12,8	9,9	+35,2
Total <sup>d</sup>	7,8	-71,6	-106,8	-141,6	-152,2	-102,8	-110,6

a. Les données entre parenthèses indiquent le solde de la balance courante en pourcentage du PIB nominal. On trouvera des précisions sur la classification des pays par grands groupes (par ex., économies avancées, pays en développement ou pays en transition) dans l'appendice statistique de la publication du FMI intitulée *Perspectives de l'économie mondiale*.

b. Variation exprimée en points de pourcentage

c. Somme des balances courantes individuelles des pays de la zone euro

d. Le total tient compte des erreurs, omissions et asymétries des statistiques de la balance courante; il exclut les transactions des organisations internationales et de certains pays.

Source : FMI

Pour mieux appréhender l'évolution des balances courantes, il convient d'examiner les déterminants sous-jacents. Dans cette optique, les balances courantes peuvent être analysées selon deux perspectives différentes qui sont toutefois concordantes et se renforcent mutuellement, à savoir : 1) une perspective nationale fondée sur l'épargne et l'investissement et 2) une perspective internationale reposant sur les flux commerciaux de biens et de services<sup>5</sup>.

### La perspective épargne - investissement

Nous pouvons démontrer, à partir des identités des comptes nationaux, que la balance courante correspond à l'écart entre l'épargne intérieure et l'investissement

5. Les balances courantes traduisent fondamentalement la situation intérieure en matière d'épargne et d'investissement. Toutefois, les forces à l'œuvre sur la scène internationale ont une incidence sur les conditions d'un pays, notamment par l'influence qu'elles exercent sur les taux d'intérêt et les taux de change.

## Les discordances et autres problèmes statistiques dans les données sur la balance des paiements courants à l'échelle mondiale

Comme l'a souligné le FMI (2002c), diverses erreurs de mesure compliquent l'analyse des déséquilibres de la balance courante et, plus généralement, de la balance des paiements. En comparant les Tableaux 1, 2 et 4, on constatera qu'il peut y avoir des écarts importants non seulement entre les soldes du compte des transactions courantes et du compte de capital et d'opérations financières (données de la balance des paiements), mais aussi entre les mesures de l'épargne intérieure par rapport à l'investissement (données des comptes nationaux). Pourtant, en théorie, toutes ces mesures devraient engendrer les mêmes résultats

À l'échelle mondiale, la somme de ces problèmes statistiques crée des écarts substantiels. La balance courante mondiale devrait en principe être équilibrée, mais, selon les estimations du FMI, elle

affichait un déficit de 103 milliards de dollars américains en 2002. Ce constat porte à croire que les déficits courants déclarés par certains pays pourraient être surévalués, et les excédents courants d'autres pays, sous-évalués. Il soulève aussi la question de savoir dans quelle mesure les déséquilibres observés sont le simple fait d'erreurs de mesure.

La détermination du bilan des investissements internationaux fait aussi problème. À cet égard, Warnock et Cleaver (2002) font valoir que la position débitrice des États-Unis, en rapide détérioration depuis quelques années, a été surévaluée; selon eux, les portefeuilles de titres étrangers des Américains sont sous-évalués, tandis que les avoirs en titres américains des étrangers sont surévalués.

intérieure<sup>6</sup>. En effet, grâce à l'intégration financière et à la mobilité des capitaux à l'échelle internationale, il est possible de « financer » un déficit d'épargne par rapport à l'investissement au sein d'une économie donnée en recourant à l'épargne excédentaire des

économies étrangères; cela contribue à une répartition mondiale efficace des ressources<sup>7</sup>.

Comme l'indique le Tableau 2, l'investissement a constamment dépassé l'épargne intérieure durant la période 1997-2002 aux États-Unis, faisant de ce pays un emprunteur net de capitaux étrangers. À l'inverse, les économies de la zone euro et du Japon sont d'importants prêteurs nets vis-à-vis du reste du monde. Si l'investissement en pourcentage du PIB est plus important dans la zone euro et au Japon qu'aux États-Unis, le ratio Épargne/PIB est, lui aussi, nettement plus élevé.

En partie par le jeu des anticipations prospectives, l'évolution de la productivité dans le monde a eu de nombreuses répercussions économiques et financières aux États-Unis et dans le reste du monde, notamment au chapitre de l'investissement et de l'épargne. On

6. Considérons les concepts suivants :  $RNBD = PNB + TCN$   
 $PNB = PIB + RN$   
 $PIB = C + I + G + X - M$

où *PNB* désigne le produit national brut  
*PIB* désigne le produit intérieur brut  
*RNBD* désigne le revenu national brut disponible  
*C* désigne les dépenses de consommation  
*I* désigne les investissements des entreprises et la construction résidentielle  
*G* désigne les acquisitions de biens et de services des administrations publiques  
*X* désigne les exportations de biens et de services  
*M* désigne les importations de biens et de services  
*RN* désigne les revenus nets tirés de l'étranger  
*TCN* désigne les transferts courants nets  
*T* désigne les recettes fiscales des administrations publiques

Le solde de la balance courante (*SBC*) correspond à  
 $SBC = X - M + RN + TCN$   
 $= (RNBD - T - C) + (T - G) - I$   
 $= \text{épargne privée} + \text{épargne publique} - \text{investissement.}$

7. Les fluctuations des taux d'intérêt réels « mondiaux » contribuent à l'égalisation de l'épargne et de l'investissement au niveau mondial. Par exemple, lorsque l'investissement est supérieur (inférieur) à l'épargne, des pressions à la hausse (à la baisse) s'exercent sur les taux d'intérêt réels, ce qui engendre une progression (un recul) de l'épargne et un repli (une augmentation) de l'investissement.

Tableau 2

## Évolution des soldes épargne - investissement des pays du G3

En pourcentage du PIB nominal

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	Variation entre 1997 et 2002 (en points de pourcentage)
<b>États-Unis</b>							
Solde épargne - investissement	-1,8	-1,9	-2,6	-2,7	-2,6	-3,6	-1,8
<b>Épargne brute</b>							
Total	18,1	18,8	18,4	18,4	16,5	15,0	-3,1
Secteur public	1,9	3,1	3,8	4,4	2,6	-0,2	-2,1
Secteur privé	16,2	15,7	14,6	14,0	13,9	15,2	-1,0
<b>Investissement brut</b>							
Total	19,9	20,7	20,9	21,1	19,1	18,6	-1,3
Secteur public	3,2	3,2	3,3	3,3	3,3	3,4	+0,2
Secteur privé	16,7	17,5	17,6	17,9	15,7	15,3	-1,4
<b>Japon</b>							
Solde épargne - investissement	2,2	2,9	2,5	2,5	2,1	2,8	+0,6
<b>Épargne brute</b>							
Total	30,8	29,7	28,4	28,7	27,7	26,5	-4,3
Secteur public	5,1	3,8	2,4	1,8	3,5	1,0	-4,1
Secteur privé	25,7	25,9	26,0	26,9	24,1	25,5	-0,2
<b>Investissement brut</b>							
Total	28,6	26,8	25,9	26,2	25,6	23,7	-4,9
Secteur public	7,6	7,4	7,8	6,9	6,6	6,3	-1,3
Secteur privé	21,0	19,3	18,1	19,3	19,0	17,4	-3,6
<b>Zone euro</b>							
Solde épargne - investissement	0,9	0,1	-0,1	-0,9	-0,4	0,6	-0,3
<b>Épargne brute</b>							
Total	21,3	21,2	21,2	21,1	20,6	20,7	-0,6
Secteur public	0,1	0,8	1,9	2,3	1,7	1,8	+1,7
Secteur privé	21,2	20,3	19,3	18,8	18,9	18,8	-2,4
<b>Investissement brut</b>							
Total	20,3	21,0	21,3	22,0	21,0	20,0	-0,3
Secteur public	2,7	2,7	2,8	2,8	2,9	2,8	+0,1
Secteur privé	17,7	18,3	18,5	19,2	18,1	17,2	-0,5

Source : FMI

observe en particulier une nette augmentation de la croissance de la productivité du travail aux États-Unis en comparaison des deux décennies précédentes (Tableau 3). À l'inverse, la croissance de la productivité du travail s'est maintenue en baisse tant au Japon que dans la zone euro. C'est ainsi que la productivité américaine, auparavant largement inférieure à celles du Japon et de la zone euro, les dépasse désormais de façon marquée (phénomène qu'on appelle le « miracle de la productivité américaine »).

Entre 1997 et 2000, les besoins de financement extérieur des États-Unis ont sensiblement augmenté en raison, surtout, d'une forte progression de la part des investissements dans le PIB. L'expansion nettement plus prononcée de l'investissement aux États-Unis, en com-

Tableau 3

## Productivité du travail dans le secteur des entreprises

Taux de croissance annuel moyen\*

	1976-1986	1987-1995	1996-2002
États-Unis	1,0	1,1	2,2
Japon	2,8	2,2	1,3
Zone euro	2,1	2,1	0,9
Canada	0,9	1,2	1,7

\* Sur la base de la production réelle par employé dans le secteur des entreprises  
Source : OCDE

paraison avec les autres économies industrialisées, découlait dans une large mesure d'un accroissement substantiel et soutenu de la productivité depuis le milieu des années 1990, lequel rehaussait les perspectives de croissance potentielle à long terme au sein de l'économie américaine. L'ajustement du stock de capital à la hausse tendancielle apparente du taux d'expansion de la production (passage à un ratio Capital/Travail plus élevé), conjugué à une dépréciation plus rapide du stock de capital (changement de composition en faveur d'actifs à cycle de vie court tels que le matériel informatique) a engendré une progression appréciable de l'investissement des entreprises aux États-Unis. De plus, la forte appréciation des valeurs boursières américaines (jusqu'en 2000), reflète en partie de l'amélioration des perspectives de croissance à long terme de la production potentielle aux États-Unis, s'est traduite par une nette réduction des coûts de financement par voie d'émission d'actions, stimulant ainsi encore davantage les investissements des entreprises<sup>8</sup>.

*En partie par le jeu des anticipations prospectives, l'évolution de la productivité dans le monde a eu de nombreuses répercussions économiques et financières aux États-Unis et dans le reste du monde, notamment au chapitre de l'investissement et de l'épargne.*

8. D'après une étude empirique de l'OCDE (2001), d'autres facteurs, comme l'accélération de la croissance de la production (« effet d'accélération » traditionnel) et la baisse continue des prix relatifs des biens d'équipement, expliquent aussi en partie l'essor des investissements des entreprises américaines durant la seconde moitié des années 1990.

Durant la seconde moitié des années 1990, l'assainissement budgétaire aux États-Unis, par un essor du PIB réel, s'est soldé par une vive progression de l'épargne publique. Toutefois, ce mouvement s'est accompagné d'un recul de l'épargne privée (ménages et entreprises) qui, apparemment, résultait en partie de deux facteurs : l'accroissement considérable de la richesse nette (surtout attribuable à la montée des cours boursiers et de la valeur des maisons)<sup>9</sup> et une augmentation de la consommation dans l'anticipation de revenus futurs plus élevés, conséquence de l'amélioration des perspectives d'expansion à long terme de la production potentielle<sup>10</sup>. Bien que l'épargne aux États-Unis ait augmenté, cela n'a pas été suffisant pour financer la croissance de l'investissement.

Plus récemment, la progression du financement extérieur aux États-Unis a été le résultat d'un net recul de l'épargne publique. S'il est vrai que les investissements américains ont chuté en 2001 et 2002, en partie en réaction au surinvestissement qui avait marqué la fin des années 1990, surtout dans le secteur des technologies de l'information et des communications, la politique budgétaire américaine a pris un tour plus expansionniste encore, entraînant une baisse sensible de l'épargne publique. La contraction de l'épargne globale a toutefois été tempérée par une forte augmentation de l'épargne privée. Apparemment, celle-ci tenait en partie à une certaine atténuation de l'effet de richesse antérieur, par suite de l'effondrement des cours boursiers et de la réévaluation concomitante des anticipations relatives aux revenus futurs.

9. D'après l'OCDE, la richesse nette des ménages américains s'est accrue d'environ 160 points de pourcentage par rapport à leur revenu disponible entre la fin de 1994 et celle de 1999. Cette importante accumulation de richesse a eu de fortes retombées sur l'épargne familiale, car des ménages plus fortunés consomment généralement davantage de biens et services (FMI, 2002a). Dans leur étude empirique, de Serres et Pelgrin (2002) font valoir que la théorie de l'équivalence ricardienne pourrait expliquer une bonne partie du recul de l'épargne privée aux États-Unis dans la seconde moitié des années 1990. Selon cette théorie, les attentes des futures baisses d'impôts (plausibles au moment où les efforts d'assainissement des finances publiques étaient déployés) auraient entraîné une contraction du taux d'épargne des entreprises et des ménages.

10. Comme l'ont fait valoir Obstfeld et Rogoff (1994, 1996), l'approche intertemporelle perçoit la balance courante comme le fruit de décisions prospectives et dynamiques en matière d'épargne et d'investissement. D'après l'hypothèse de revenu permanent, la consommation des ménages est fonction de la valeur actualisée du revenu futur anticipé (et non de leur seul revenu courant). Par voie de conséquence, une augmentation permanente de la productivité de ces derniers (à l'échelle d'un pays donné) engendre un déficit de la balance courante car elle permet aux agents économiques de lisser leur courbe de consommation sur l'ensemble de leur cycle de vie. Corollairement, ce déficit dénote l'anticipation d'une forte croissance future en comparaison de celle des autres pays.

Ailleurs dans le monde, la relative stabilité de la position créditrice nette du Japon et de la zone euro durant la période 1997-2002 a masqué la divergence des tendances sous-jacentes de l'épargne et de l'investissement globaux. Dans la zone euro, les taux d'épargne et d'investissement, qui sont proches des moyennes observées pour les économies avancées, ont été relativement stables. En revanche, les taux d'épargne et d'investissement du Japon se sont repliés par rapport aux niveaux exceptionnellement élevés auxquels ils se situaient. En fait, le recul de l'investissement au Japon apparaît essentiellement comme un retour à des niveaux plus normaux après le surinvestissement massif de la fin des années 1980, où une bulle spéculative touchant les actifs japonais avait sensiblement réduit le coût du capital.

Une analyse plus approfondie révèle que l'épargne publique s'est considérablement accrue dans la zone euro par suite de la consolidation budgétaire imposée par le Traité de Maastricht avant l'adoption de la monnaie commune en janvier 1999. Cette évolution a toutefois été contrebalancée par un mouvement inverse de l'épargne privée, sans doute imputable en partie à l'effet de richesse et aux tendances démographiques<sup>11</sup>. À l'opposé, il s'est produit une forte baisse de l'épargne publique au Japon, due à l'incidence du ralentissement économique sur les finances publiques et à l'adoption de mesures budgétaires discrétionnaires visant à soutenir la demande globale<sup>12</sup>.

### ***La perspective fondée sur les flux commerciaux***

La balance courante peut aussi être analysée directement sous l'angle de l'évolution des exportations et

11. Selon les estimations de l'OCDE (2003b), la richesse nette des ménages (en pourcentage du revenu disponible) dans les trois principales économies de la zone euro s'est fortement accrue entre fin 1994 et fin 1999 (161 points de pourcentage pour la France, 38 pour l'Allemagne et 29 pour l'Italie). De Serres et Pelgrin (2002) estiment, pour leur part, que le vieillissement de la population dans les principaux pays de la zone euro a entraîné une forte baisse du taux d'épargne (ce facteur a une incidence beaucoup plus marquée au Japon, mais nulle aux États-Unis). Selon les hypothèses relatives au cycle de vie, une augmentation du ratio de dépendance lié à l'âge (rapport de la population âgée de plus de 64 ans à la population âgée de 20 à 64 ans) se traduit par une contraction du taux d'épargne, car une proportion croissante de la population puise dans ses actifs financiers pour financer sa consommation.

12. Il convient de noter que, dans le Tableau 2, le solde général des administrations publiques se dégage de la différence entre l'épargne brute et l'investissement brut de ces dernières. Toutefois, notre analyse des évolutions temporelles se concentre sur l'épargne publique brute, l'investissement public brut étant relativement stable.

Tableau 4

**Balances courantes des pays du G3**

En pourcentage du PIB nominal

	Total	Total à l'exclusion des importations de pétrole	Biens	Services	Revenus	Transferts courants
<b>États-Unis</b>						
1997	-1,5	-0,7	-2,4	1,1	0,2	-0,5
1998	-2,3	-1,8	-2,8	1,0	0,1	-0,6
1999	-3,1	-2,4	-3,7	0,9	0,2	-0,5
2000	-4,2	-3,0	-4,6	0,8	0,2	-0,6
2001	-3,9	-2,9	-4,2	0,7	0,1	-0,5
2002	-4,6	-3,6	-4,6	0,6	-	-0,6
<b>Japon</b>						
1997	2,3	3,0	2,4	-1,3	1,4	-0,2
1998	3,0	3,5	3,1	-1,3	1,4	-0,2
1999	2,6	3,3	2,8	-1,2	1,3	-0,3
2000	2,5	3,5	2,5	-1,0	1,3	-0,2
2001	2,1	3,0	1,7	-1,1	1,7	-0,2
2002	2,8	3,9	2,4	-1,1	1,7	-0,1
<b>Zone euro*</b>						
1997	1,0	2,1	2,0	-	-0,3	-0,7
1998	0,4	1,1	1,8	0,1	-0,5	-0,8
1999	-0,4	0,6	1,2	-0,3	-0,6	-0,7
2000	-1,0	0,8	0,5	-0,3	-0,4	-0,8
2001	-0,2	1,4	1,1	-	-0,5	-0,7
2002	0,9	2,4	1,8	0,2	-0,4	-0,7

\* Données corrigées en fonction des écarts dans la déclaration des transactions intrarégionales

Source : OCDE

des importations de biens et de services (Tableau 4)<sup>13</sup>. Ce faisant, nous ferons ressortir deux forces prépondérantes qui façonnent les flux commerciaux de biens et de services<sup>14</sup>. La première concerne l'effet de

13. Outre les échanges de biens et services, la balance courante englobe les transferts ainsi que les revenus payés à l'étranger et reçus de l'étranger. Les transferts incluent généralement les dons officiels et les envois de fonds privés, tandis que les revenus comprennent essentiellement le produit des placements (revenus perçus au titre d'actifs nationaux détenus à l'étranger et revenus versés au titre d'actifs étrangers détenus dans le pays). Ces composantes ne sont pas explicitement prises en compte dans notre analyse car elles ne représentent qu'un faible pourcentage de l'évolution globale de la balance courante des pays du G3.

14. Notre analyse du solde de la balance courante en termes nominaux est axée sur les déterminants des flux commerciaux réels. Cette approche, couramment utilisée par le FMI et l'OCDE, concorde avec les études comme celles de Clarida et Prendergast (1999) et de Kandil et Greene (2002). Néanmoins, les modifications des termes de l'échange (c.-à-d. le rapport entre le prix des exportations et celui des importations) peuvent avoir une grande incidence sur le solde des paiements courants. Ainsi, un renchérissement de certains produits de base (par ex., une hausse des cours mondiaux du pétrole) fera augmenter le solde de la balance courante des pays exportateurs de ces produits, mais aura l'effet opposé sur la balance des pays importateurs.

revenu, qui établit une corrélation positive entre le revenu d'un pays et sa demande d'importations. De même, la demande extérieure de produits d'un pays est en corrélation positive avec le revenu étranger. L'évolution de la position conjoncturelle relative (PIB réel d'un pays par rapport au PIB réel des pays étrangers) constitue par conséquent un déterminant important de l'évolution de la balance courante. La seconde force est l'effet des prix relatifs, par lequel la demande d'importations d'un pays — et, parallèlement, la demande dont ses exportations font l'objet — est subordonnée au prix des biens et services nationaux par rapport à celui des biens et services étrangers, ajusté en fonction des coûts de transport et converti en monnaie locale. Par exemple, si les biens et services nationaux deviennent moins chers que leurs pendants étrangers, la demande intérieure se déplace des seconds vers les premiers. Il s'ensuit également une progression de la demande extérieure de biens et services nationaux puisque ceux-ci sont, désormais, relativement moins coûteux. Il s'agit là du concept de la compétitivité d'un pays par rapport à ses partenaires commerciaux, laquelle se mesure généralement par le taux de change effectif réel (pondéré en fonction des échanges)<sup>15</sup>.

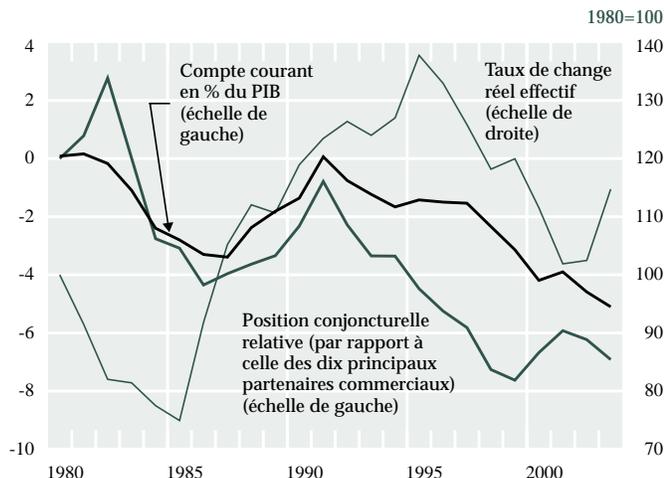
*Le creusement considérable du déficit courant des États-Unis depuis le début des années 1990 résultait en partie d'une croissance plus rapide du PIB de ce pays par rapport à celui de ses principaux partenaires commerciaux.*

Les Graphiques 1 à 3 nous permettent de mieux comprendre les relations historiques entre les balances courantes, les positions conjoncturelles relatives et les

15. Lafrance (1988) et Lafrance et St-Amant (1999) ont examiné le concept de la compétitivité et l'élaboration de différents indices basés sur les prix et les coûts. La dépréciation (l'appréciation) du taux de change effectif réel dénote l'amélioration (la détérioration) de la position concurrentielle d'une économie. Il importe également de noter que l'incidence des variations des prix relatifs sur les flux réels d'importations et d'exportations se manifeste généralement avec un certain décalage temporel qui dépend, en partie, de la durée des accords contractuels antérieurs.

### Graphique 1 Déterminants des flux commerciaux des États-Unis

En moyenne annuelle

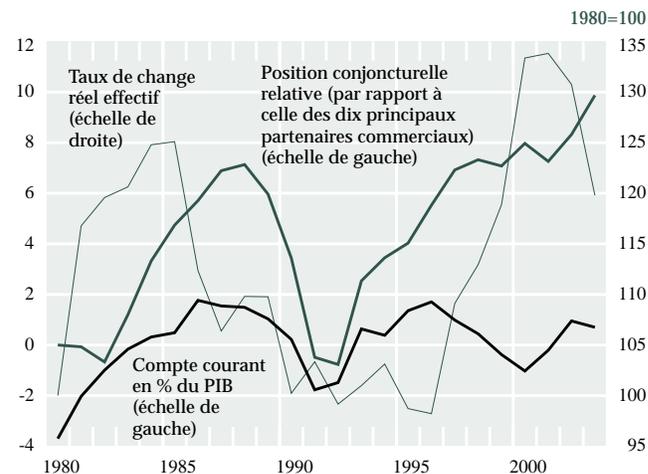


Nota : Pour 2003, nous présentons la valeur mensuelle moyenne (jusqu'en novembre) du taux de change réel effectif. De même, le compte courant et la position conjoncturelle relative sont fondés sur les projections du FMI (2003). (Voir la note de bas de page 16 pour une description détaillée de l'indice.)

Sources : FMI et OCDE

### Graphique 3 Déterminants des flux commerciaux de la zone euro

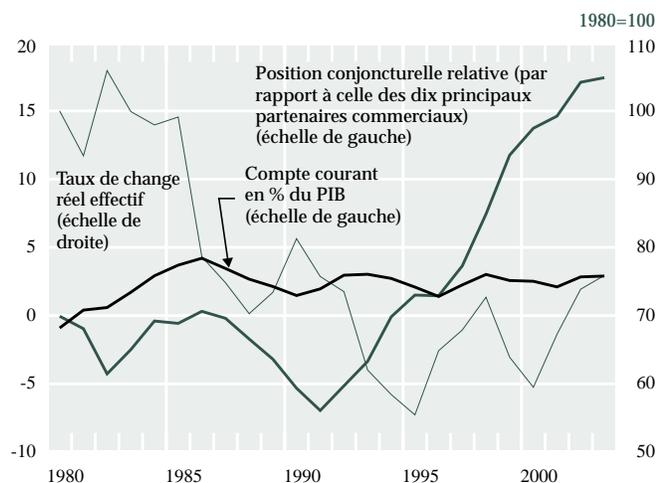
En moyenne annuelle



Voir la note du Graphique 1.  
Sources : FMI et OCDE

### Graphique 2 Déterminants des flux commerciaux du Japon

En moyenne annuelle



Voir la note du Graphique 1.  
Sources : FMI et OCDE

taux de change effectifs réels des économies du G3<sup>16</sup>. Nous constatons ainsi que le creusement considérable du déficit courant des États-Unis depuis le début des années 1990 résultait en partie d'une croissance plus rapide du PIB de ce pays par rapport à celui de ses principaux partenaires commerciaux. Par ses effets négatifs à retardement sur la balance commerciale réelle, la forte appréciation du dollar américain (près de 50 % en termes effectifs réels entre avril 1995 et février 2002) a contribué, elle aussi, à accentuer le déficit courant américain au cours des dernières années. Selon les estimations du FMI (2002d), l'aggravation de ce déficit durant la période 1995-2001 (de l'ordre de 3,5 points de pourcentage par rapport au PIB nominal) tient surtout à l'appréciation du billet

16. Notre analyse se fonde sur l'indice du taux de change effectif réel du FMI — pondéré en fonction des échanges —, qui correspond au rapport entre les coûts unitaires de main-d'œuvre d'un pays et ceux de 20 de ses principaux partenaires commerciaux, après conversion en monnaie locale. Aux fins d'illustration, l'indice a été inversé de sorte que son repli (sa progression) traduise une appréciation (dépréciation) réelle de la monnaie, qui devrait engendrer, au fil du temps, une détérioration (amélioration) de la balance courante (c.-à-d. une hausse [baisse] des importations réelles et une baisse [hausse] des exportations réelles). Par ailleurs, nous avons élaboré un indice de la position conjoncturelle relative, pondéré par les échanges, qui se fonde sur le ratio entre le PIB réel d'un pays et celui de ses dix principaux partenaires commerciaux. Une baisse (hausse) de cet indice dénote une augmentation (un ralentissement) de la croissance dans le pays visé par rapport à ses principaux partenaires commerciaux, ce qui devrait donner lieu à une détérioration (amélioration) de la balance courante (c.-à-d. une hausse [baisse] des importations réelles en comparaison des exportations réelles).

vert, qui explique 2 points de pourcentage du creusement, et, dans une moindre mesure, au revirement de la position conjoncturelle relative, auquel on peut attribuer 1 point de pourcentage de l'aggravation.

Non seulement la croissance du PIB réel a-t-elle été relativement plus rapide aux États-Unis que chez leurs principaux partenaires commerciaux, mais une asymétrie entre l'élasticité-revenu des importations et des exportations américaines en a accru les conséquences défavorables sur la balance courante du pays. En effet, même si l'économie américaine progressait au même rythme que l'activité dans le reste du monde, le compte courant des États-Unis aurait encore tendance à se détériorer car l'élasticité-revenu des importations de ce pays est apparemment beaucoup plus importante que celle de ses exportations. On estime que l'élasticité-revenu des importations américaines s'établit généralement entre 1,5 et 2,5, tandis que celle des exportations se situe plus près de 1. Comme le rapporte Mann (1999), ces grandeurs sont constantes dans la littérature empirique de l'après-guerre.

Contrairement à celle des États-Unis, les positions conjoncturelles relatives tant du Japon et de la zone euro se sont nettement affaiblies depuis le début des années 1990 — la croissance y étant devenue considérablement inférieure à celle des États-Unis —, ce qui a eu tendance à favoriser le solde de leur balance courante au cours des dernières années. Dans la zone euro, cette évolution a été renforcée par l'importante dépréciation (de 30 % environ) de la monnaie commune entre février 1996 et octobre 2000. Dans le cas du Japon, toutefois, le taux de change a sans doute joué un rôle modeste puisqu'il est relativement stable depuis quelques années. Il convient toutefois de souligner que ces influences positives sur les balances courantes du Japon et de la zone euro ont été partiellement annulées, ces dernières années, par l'incidence défavorable de la hausse des cours mondiaux du pétrole<sup>17</sup>.

17. Alors que le cours moyen du pétrole brut West Texas Intermediate avoisinait les 18 dollars É.-U. au cours de la période 1997-1999, il a bondi pour atteindre une moyenne d'environ 27,5 dollars É.-U. au cours de la période 2000-2002, soit une augmentation de plus de 50 %. À cet égard, les chiffres de la colonne « Total à l'exclusion des importations de pétrole » du Tableau 4 traduisent plus fidèlement l'évolution des positions conjoncturelles relatives et des taux de change réels. Dans le cas du Japon, les changements structurels des quelque dix dernières années (à savoir l'intégration accrue avec les autres économies asiatiques, source d'impartition de la production) ont probablement contribué à amoindrir les exportations.

## Les incidences possibles sur la stabilité macroéconomique et financière

Si les déséquilibres extérieurs des principales économies du monde se sont accentués ces dernières années, c'est surtout la capacité des États-Unis de soutenir leur déficit courant qui préoccupe certains analystes. On s'inquiète principalement de la possibilité d'un brusque renversement des anticipations (notamment au chapitre des perspectives de productivité à plus long terme, relativement plus favorables aux États-Unis que dans les autres économies). Un tel changement pourrait provoquer d'importants remous sur les marchés financiers et les marchés des changes et, en définitive, perturber l'environnement macroéconomique. Comme l'ont fait valoir le FMI (2003), Mann (2002) et McKinnon (2001), l'effet de bilan défavorable d'une brusque dépréciation du dollar américain serait surtout ressenti par le reste du monde car la plupart des engagements des États-Unis sont libellés dans leur monnaie.

Toutefois, l'évolution récente a été tempérée. Malgré certaines révisions à la baisse des perspectives de rendement du capital aux États-Unis ces dernières années, la dépréciation du dollar américain amorcée au début de 2002 s'est, malgré son ampleur, effectuée jusqu'ici de manière ordonnée et sans retombées néfastes importantes sur les taux d'intérêt américains. À cet égard, les accumulations de dollars É.-U. dans leurs réserves officielles effectuées par les autorités de certains pays (asiatiques notamment) ont fourni un soutien à cette devise. Ces mouvements de capitaux représentent une source de « financement » croissante du déficit courant des États-Unis<sup>18</sup>.

C'est à la lumière de ces considérations que, dans la prochaine section, nous nous penchons sur les incidences potentielles des déséquilibres extérieurs pour la stabilité financière et macroéconomique, en nous inspirant, notamment, des enseignements tirés de l'expérience internationale.

### *Que nous enseigne l'histoire?*

En principe, un déficit courant peut être soutenu tant que les flux de revenus provenant des investissements financés par l'épargne étrangère suffisent à couvrir les

18. Bien que négligeables en 2001, les fonds provenant des réserves officielles de change ont constitué près de 20 % des entrées nettes de fonds aux États-Unis en 2002. Pour les trois premiers trimestres de 2003, ce pourcentage a grimé à presque 35 %.

coûts de financement (paiements d'intérêts et de dividendes)<sup>19</sup>. L'expérience canadienne montre qu'un pays peut composer sur une longue période avec un important déficit courant. En effet, la balance courante de notre pays a été déficitaire pendant la majeure partie de l'histoire de ce dernier. Entre 1870 et le début des années 1910, ce déficit représentait, en moyenne, quelque 7 % du PIB; il a culminé à près de 18 % du PIB avant la Première Guerre mondiale (Powell, 1997, et Urquhart, 1993)<sup>20</sup>.

---

*Depuis les années 1970, les déficits courants de grande ampleur n'ont généralement pas perduré. Néanmoins, certains analystes continuent de penser que le déficit courant des États-Unis et l'accumulation d'engagements extérieurs qui l'accompagne pourraient demeurer viables pendant encore longtemps.*

---

Toutefois, des études plus approfondies de l'expérience des pays industriels, menées par Freund (2000) et le FMI (2002c), révèlent que depuis les années 1970, les déficits courants de grande ampleur n'ont généralement pas perduré. D'après le schéma classique, un revirement du solde courant s'amorce lorsque le déficit atteint environ 5 % du PIB, et il s'accompagne d'un ralentissement de la croissance du PIB réel conjugué à une forte dépréciation du taux de change effectif réel. (On constate aussi que les taux d'intérêt montent sensiblement durant les années qui précèdent le revirement.)

Plusieurs parallèles instructifs peuvent être établis entre la situation actuelle et celle du milieu des années

---

19. Pour une analyse plus détaillée de la notion de position extérieure viable, voir Banque du Canada (1985) et FMI (2002b). Parmi les enjeux à moyen terme abordés dans ces études figurent les sources des déséquilibres courants (c.-à-d. les variations de l'épargne intérieure par rapport à l'investissement intérieur, et leur viabilité) ainsi que la composition du passif extérieur.

20. Ce phénomène était lié à d'importants investissements directs étrangers dans le secteur des ressources et dans la construction du chemin de fer destiné à ouvrir la partie occidentale du pays.

1980<sup>21</sup>. Ils nous autorisent à croire que les importants déséquilibres extérieurs peuvent être résorbés de manière progressive, sans incidence négative notable sur la stabilité financière ou le climat macroéconomique. En revanche, les fluctuations des taux de change peuvent être substantielles. Par exemple, comme l'indique le Graphique 1, le creusement marqué du déficit courant américain entre les années 1982 et 1987, qui a alors atteint environ 3,5 % du PIB, a coïncidé avec une croissance de la demande globale beaucoup plus rapide chez nos voisins du sud que chez leurs principaux partenaires commerciaux. Durant cette période, la forte appréciation du dollar américain (environ 50 % en valeur effective réelle entre juillet 1980 et mars 1985) a exercé sur les échanges réels un effet négatif à retardement qui a contribué, lui aussi, à la détérioration du déficit courant. Par la suite, la résorption progressive de ce déficit entre 1987 et 1991 a été favorisée par un ralentissement plus marqué de la croissance du PIB réel aux États-Unis par rapport à ce que connaissaient leurs principaux partenaires commerciaux<sup>22</sup>. En outre, l'importante dépréciation de la valeur effective réelle de la devise américaine qui s'est amorcée en mars 1985 a joué un rôle décisif dans le processus d'ajustement externe.

### ***Le bilan des investissements internationaux et le rôle des taux de change***

Une autre approche pour évaluer la viabilité des déséquilibres du compte courant consiste à examiner le profil d'évolution des actifs ou du passif extérieurs nets d'un pays (en pourcentage de son PIB). Comme l'indique le Graphique 4, les entrées de capitaux qui ont fait contrepoids au déficit persistant de la balance courante américaine se sont additionnées pour engendrer un passif extérieur net de grande ampleur<sup>23</sup>.

---

21. Il convient de noter que le profil actuel des échanges commerciaux des États-Unis est sensiblement différent de ce qu'il était dans les années 1980. En particulier, l'importance des échanges avec le Mexique, la Corée du Sud, Singapour, la Chine et la Région administrative spéciale de Hong Kong s'est fortement accrue.

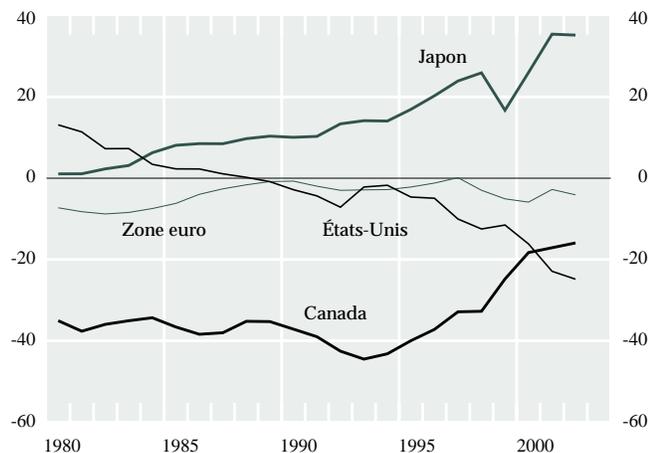
22. En 1991, la balance courante des États-Unis a également été soutenue par d'importants transferts ponctuels des Alliés, qui ont assumé une partie des coûts liés à la guerre du Golfe.

23. Le solde net des investissements internationaux est aussi le reflet des variations des taux de change. À cet égard, Tille (2003) a démontré que la détérioration du solde net des investissements des États-Unis entre 1999 et 2001 s'explique à hauteur de 30 % par la modification de la valeur des actifs étrangers de ce pays, conséquence de l'appréciation du dollar américain. C'est pourquoi l'auteur est d'avis que le solde déficitaire net des États-Unis au titre des investissements internationaux est moins préoccupant que s'il ne reflétait que les déséquilibres de la balance courante.

#### Graphique 4

### Soldes nets des investissements internationaux

Exprimés selon leur valeur marchande en fin d'année, en pourcentage du PIB\*



\* Le bilan des investissements internationaux ne traduit pas seulement l'accumulation des soldes des balances courantes; il rend aussi compte des taux de change et d'autres valeurs au marché. Par exemple, la dégradation notable de la position extérieure nette du Japon entre la fin de 1998 et celle de 1999 (malgré la persistance d'un excédent courant) résultait principalement de deux facteurs : l'appréciation considérable du yen vis-à-vis du dollar américain, qui a eu des conséquences négatives sur l'évaluation des actifs (en grande partie libellés en dollars É.-U.), et l'augmentation du passif extérieur, conséquence de la hausse du cours des actions japonaises.

Sources : FMI jusqu'à 2001, à l'exception des données de la zone euro, qui proviennent du *Bulletin mensuel* de la Banque centrale européenne et, pour les données antérieures à 1997, de l'étude de Fagan et coll., 2001. Pour 2002, les graphiques sont extraits de documents du Bureau of Economic Analysis des États-Unis, du ministère des Finances du Japon et de la Banque centrale européenne.

À l'inverse, les excédents de la balance courante du Japon ont créé pour ce pays une position créditrice nette relativement confortable à l'égard de l'étranger. Pour l'avenir, la plupart des prévisions incitent à croire que les actifs nets du Japon et le passif net des États-Unis continueront de croître à un bon rythme au cours des prochaines années pour atteindre des niveaux sans précédent<sup>24</sup>.

Il reste que le passif net des États-Unis ne peut pas croître indéfiniment. Pour que le pays atteigne une position extérieure qu'il puisse soutenir, un certain nombre de conditions devront être remplies. En particulier, la position débitrice nette (en pourcentage du PIB) doit se stabiliser à un niveau qui soit accep-

table tant pour les emprunteurs que pour les prêteurs. À ce propos, Obstfeld et Rogoff (2000) font valoir que même si les États-Unis ont les moyens de rembourser leurs créances, la « préférence nationale » observée dans les portefeuilles d'actifs porte à croire que la disposition du reste du monde à absorber les titres de créance américains a ses limites. Les auteurs soulignent, par ailleurs, que les engagements nets des États-Unis en matière d'investissements internationaux (25 % du PIB à la fin de 2002) a atteint un niveau extrêmement élevé au regard des normes historiques. Par exemple, à la fin du XIX<sup>e</sup> siècle, alors que les États-Unis commençaient à s'imposer comme puissance économique, le montant net de leurs engagements internationaux n'a jamais dépassé 26 % du PIB. Pour être en mesure de soutenir une position débitrice nette à long terme, un pays doit disposer en permanence d'un excédent commercial au titre des biens et des services, qui lui permette de financer ses flux de paiements d'intérêts et de dividendes. De toute évidence, on en conclut que des ajustements en profondeur devront être effectués, tôt ou tard, pour que soient résolus les déséquilibres extérieurs des grandes économies.

Néanmoins, certains analystes continuent de penser que le déficit courant des États-Unis et l'accumulation d'engagements extérieurs qui l'accompagne pourraient demeurer viables pendant encore longtemps. Cooper (2001) soutient que la proportion de l'épargne étrangère investie aux États-Unis est largement inférieure au poids de l'économie américaine dans le PIB mondial. Greenspan (2003) et McKinnon (2001) soulignent aussi le rôle spécial que joue le dollar américain dans l'économie de la planète. Ainsi, le président de la Réserve fédérale des États-Unis, Alan Greenspan, a affirmé que la possibilité qu'a ce pays de financer son déficit extérieur en monnaie de réserve accroît sa capacité de contracter des emprunts étrangers par rapport à celle de la plupart des autres pays. Il a aussi indiqué que la mondialisation (plus précisément, la plus grande portée de l'intermédiation financière internationale et son coût moindre) ont, au fil du temps, amélioré l'aptitude des États-Unis à obtenir du financement. En conséquence, les comparaisons avec les périodes passées peuvent s'avérer trompeuses.

À moyen terme, plusieurs facteurs structurels pourraient contribuer à atténuer les déséquilibres extérieurs des États-Unis avec le Japon et la zone euro ainsi qu'avec d'autres pays. Par exemple, l'OCDE (2001)

24. Le montant net des engagements internationaux du Canada, qui par le passé excédait celui des États-Unis (en pourcentage du PIB), a fléchi considérablement depuis son sommet de 1993.

indique qu'il pourrait se produire une convergence des taux de croissance de la productivité entre les grandes économies, un rétrécissement de l'écart d'élasticité-revenu entre les importations et les exportations américaines<sup>25</sup> et une évolution démographique favorable. L'importance de la contribution de ces différents facteurs demeure toutefois incertaine. Par exemple, on prévoit que le ratio de dépendance lié à l'âge augmentera plus rapidement au Japon et en Europe qu'aux États-Unis au cours des 20 prochaines années environ; la baisse du taux d'épargne pourrait donc être plus prononcée au Japon et en Europe, puisque la proportion de la population qui atteindra l'âge de la retraite y sera plus élevée. Cependant, on prévoit aussi que le vieillissement se traduira par une baisse de l'investissement, en raison de la croissance plus lente de la population active dont il s'accompagnera. L'incidence potentielle nette du vieillissement sur les déséquilibres extérieurs est, de ce fait, ambiguë. Par ailleurs, il faudrait une amélioration relativement importante de la productivité des partenaires commerciaux des États-Unis pour alléger sensiblement le déficit courant américain<sup>26</sup>.

*Indépendamment du rôle des facteurs structurels, il est généralement admis que la correction des déséquilibres extérieurs mondiaux proviendra, en partie, de modifications des taux de change réels.*

Toutefois, indépendamment du rôle des facteurs structurels, il est généralement admis que la correction des déséquilibres extérieurs mondiaux proviendra, en

25. D'après le FMI (2001b), les niveaux estimatifs d'élasticité-revenu des importations et des exportations américaines ont passablement convergé dans les années 1990, et cette convergence pourrait se poursuivre à l'avenir.

26. Selon des résultats de simulation publiés par le FMI (2002a), si la croissance annuelle de la productivité des autres pays industrialisés devait augmenter par rapport à celle des États-Unis de 0,5 point de pourcentage, le déficit courant américain pourrait diminuer de près de 100 milliards de dollars au bout de cinq ans. Une extrapolation de cette règle empirique porte à croire que, pour résorber entièrement ce déficit sur une telle période en tablant uniquement sur la croissance relative, il faudrait une amélioration considérable et soutenue de l'ordre de 2,5 points de pourcentage par an de la productivité des pays industriels qui sont des partenaires commerciaux des États-Unis.

partie, de modifications des taux de change réels<sup>27</sup>. À cet égard, des organisations internationales et des analystes économiques de premier plan estiment que la viabilité de la position extérieure des États-Unis passe par une nouvelle et importante dépréciation effective réelle du dollar (Tableau 5)<sup>28</sup>. Il convient toutefois de souligner que le dollar n'a pas à subir le même repli vis-à-vis de toutes les monnaies. Plus il se déprécie par rapport à une monnaie donnée, moins il devra le faire à l'égard des autres. De fait, pour que les positions extérieures nettes de tous les pays puissent être soutenues, il est impensable que le dollar É.-U. perde la même valeur par rapport aux monnaies de chacun d'eux<sup>29</sup>.

Tableau 5

**Dépréciation effective du dollar É.-U. « requise » pour rendre soutenable la position extérieure des États-Unis**

En pourcentage<sup>a</sup>

	Estimations initiales	Estimations ajustées en fonction de l'évolution récente des taux de change <sup>b</sup>
FMI	20	18
OCDE	jusqu'à 30	jusqu'à 13
Mann	25	18
Obstfeld et Rogoff	12 à 45	6 à 39

a. Dépréciation exprimée en termes réels pour les estimations du FMI (2003) et de Obstfeld et Rogoff (2000), et en termes nominaux pour celles de l'OCDE (2001) et de Mann (1999).

b. Les ajustements tentent de rendre compte des variations du taux de change du dollar enregistrées depuis la réalisation de ces études (sur la base des données du mois de novembre 2003).

27. Plusieurs études empiriques (entre autres, celles de Lane et Milesi-Ferretti, 2000 et 2002; Gagnon, 1996 et Faruqee, 1995) fournissent des estimations de la corrélation positive à long terme entre les positions extérieures nettes au titre des investissements internationaux et le taux de change réel. D'après cette corrélation, les pays débiteurs ont généralement des taux de change réels plus faibles, qui leur permettent de dégager des excédents commerciaux et d'assurer ainsi le service de leurs créances extérieures (à l'inverse, les pays créditeurs, qui peuvent soutenir un déficit commercial équivalant au revenu de leurs investissements étrangers, ont généralement des taux de change plus élevés).

28. Comme il est indiqué dans la note de bas de page n° 23, une dépréciation du dollar contribuerait à stabiliser les engagements extérieurs nets des États-Unis, non seulement en imprimant une dynamique plus favorable au compte courant, mais aussi de façon directe, par le jeu de la réévaluation des actifs extérieurs de ce pays. Les ajustements dus à la dépréciation qu'a subie le dollar É.-U. en 2002 (qui a été d'environ 7 % selon l'indice des taux de change effectifs nominaux du FMI) ont, en eux-mêmes, réduit les engagements extérieurs nets américains (en pourcentage du PIB) d'environ 2 points de pourcentage. On s'attend à un ajustement du taux de change nettement plus marqué pour 2003, compte tenu de la dépréciation plus importante encore qu'a enregistrée le dollar É.-U. au cours de cette année.

29. Les variations des taux de change réels peuvent s'opérer non pas seulement par l'entremise des mouvements des taux de change nominaux, mais aussi au moyen des différentiels de taux d'inflation.

## Conclusion

L'évolution des déséquilibres des paiements courants des principales puissances économiques peut s'expliquer, pour l'essentiel, par une conjonction de facteurs structurels et conjoncturels. Plus particulièrement, la progression des déséquilibres extérieurs témoigne, en grande partie, de l'avantage relatif des États-Unis au chapitre de la productivité et de l'orientation relativement expansionniste de leur politique budgétaire.

Plusieurs analystes, dont ceux du FMI et de l'OCDE, ont fait valoir que des politiques macroéconomiques et structurelles saines faciliteraient les ajustements à long terme nécessaires à la viabilité des soldes extérieurs et au maintien de la stabilité financière. Ces politiques devraient englober de nouvelles réformes structurelles visant à rehausser le potentiel de croissance et à rendre les régions hors États-Unis plus attrayantes aux yeux des investisseurs. De plus, une demande intérieure vigoureuse à l'extérieur des États-

Unis stimulerait la demande de biens et services américains et constituerait ainsi un facteur d'atténuation des déséquilibres extérieurs. De même, un assainissement des finances publiques de ce pays contribuerait à une telle atténuation.

La plupart des analystes s'accordent cependant à penser que de nouveaux ajustements notables devront être apportés à moyen terme aux taux de change réels pour que les positions extérieures puissent être soutenues (autrement dit, pour stabiliser les soldes nets des investissements internationaux par rapport aux PIB). Si une partie des ajustements en question se fera vis-à-vis du yen et de l'euro, les monnaies des autres grands partenaires commerciaux des États-Unis pourraient, de toute évidence, être touchées également. Pourvu que ces ajustements s'opèrent de façon ordonnée, il n'y a pas lieu de croire que la stabilité financière mondiale pourrait s'en trouver compromise.

---

## Ouvrages et articles cités

- Banque du Canada (1985). « Quelques aspects de la position du Canada au titre des investissements internationaux », *Revue de la Banque du Canada* (novembre), p. 3-18.
- Clarida, R., et J. Prendergast (1999). « Recent G3 Current Account Imbalances: How Important Are Structural Factors? », document de travail n° 6935, National Bureau of Economic Research.
- Cooper, R. (2001). « Is the US Current Account Deficit Sustainable? Will It Be Sustained? », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1, p. 217-226.
- De Serres, A., et F. Pelgrin (2002). « The Decline in Private Savings Rates in the 1990s in OECD Countries: How Much Can Be Explained by Non-Wealth Determinants? », document de travail n° 344 du département des Affaires économiques, Organisation de Coopération et de Développement Économiques.
- Fagan, G., J. Henry et R. Mestre (2001). « An Area-Wide Model (AWM) for the Euro Area », document de travail n° 42, Banque centrale européenne.
- Faruqee, H. (1995). « Long-Run Determinants of the Real Exchange Rate: A Stock-Flow Perspective », *Staff Papers du FMI*, n° 42, p. 80-107.
- Fonds monétaire international (2001a). *Perspectives de l'économie mondiale* (mai).
- (2001b). *Perspectives de l'économie mondiale* (octobre).
- (2002a). *Perspectives de l'économie mondiale* (avril).
- (2002b). « Assessing Sustainability » (mai).
- (2002c). *Perspectives de l'économie mondiale* (septembre).
- (2002d). « United States–Staff Report for the 2002 Article IV Consultation » (juillet).
- (2003). « United States–Staff Report for the 2003 Article IV Consultation » (juillet).
- Freund, C. (2000). « Current Account Adjustment in Industrialized Countries », *International Finance Discussion Papers*, n° 692, Washington (D. C.), Board of Governors of the Federal Reserve System.

- Gagnon, J. (1996). « Net Foreign Assets and Equilibrium Exchange Rates: Panel Evidence », *International Finance Discussion Papers*, n° 574, Washington (D. C.), Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Greenspan, A. (2003). Allocution prononcée par Alan Greenspan, président de la Réserve fédérale, lors de la « 21<sup>st</sup> Annual Monetary Conference » présentée sous les auspices du Cato Institute et de *The Economist*, Washington (D. C.), 20 novembre.
- Kandil, M., et J. Greene (2002). « The Impact of Cyclical Factors on the U.S. Balance of Payments », document de travail n° 02/45, FMI.
- Lafrance, R. (1988). « Note technique : Les mesures de la compétitivité du Canada sur le plan international », *Revue de la Banque du Canada* (septembre), p. 17-32.
- Lafrance, R., et P. St-Amant (1999). « Les indices du taux de change réel du dollar canadien », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p.23-34.
- Lane, P., et G. Milesi-Ferretti (2000). « The Transfer Problem Revisited: Net Foreign Assets and Real Exchange Rates », document de travail n° 2511, Centre for Economic Policy Research.
- (2002). « External Wealth, the Trade Balance, and the Real Exchange Rate », document de travail n° 02/51, FMI.
- Mann, C. (1999). *Is the U.S. Trade Deficit Sustainable?*, Washington (D. C.), Institute for International Economics.
- (2002). « Perspectives on the U.S. Current Account Deficit and Sustainability », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 16, n° 3, p. 131-152.
- McKinnon, R. (2001). « The International Dollar Standard and the Sustainability of the U.S. Current Account Deficit », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1, p. 227-239.
- Obstfeld, M. (2001). « International Macroeconomics: Beyond the Mundell-Fleming Model », document de travail n° C01-121, Center for International and Development Economics Research, Department of Economics, Université de la Californie à Berkeley.
- Obstfeld, M., et K. Rogoff (1994). « The Intertemporal Approach to the Current Account », document de travail n° 4893, National Bureau of Economic Research.
- (1996). *Foundations of International Macroeconomics*, Boston, Massachusetts, MIT Press.
- (2000). « Perspectives on OECD Economic Integration: Implications for U.S. Current Account Adjustment ». In : *Global Economic Integration: Opportunities and Challenges*, actes d'un symposium organisé par la Banque de réserve fédérale de Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, du 24 au 26 août.
- Organisation de coopération et de développement économiques (2001). *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 70, Paris (décembre).
- (2002). *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 71, Paris (juin).
- (2003a). *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 73, Paris (juin).
- (2003b). *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 74, Paris (décembre).
- Powell, J. (1997). « Current Account Imbalances and Monetary Policy in Canada », communication présentée au colloque de la Oesterreichische Nationalbank intitulé « Current Account Imbalances in East and West: Do They Matter? » et tenu à Vienne du 16 au 18 novembre.
- Tille, C. (2003). « The Impact of Exchange Rate Movements on U.S. Foreign Debt », *Current Issues in Economics and Finance*, vol. 9, n° 1, Banque de réserve fédérale de New York, p. 1-7.
- Urquhart, M. (1993). *Gross National Product, Canada 1870-1926: The Derivation of the Estimates*, Kingston, Ontario, McGill-Queen's University Press.
- Warnock, F., et C. Cleaver (2002). « Financial Centers and the Geography of Capital Flows », *International Finance Discussion Papers*, n° 722, Washington (D. C.), Board of Governors of the Federal Reserve System.



# Motivations et conséquences de la cotation à l'étranger

Éric Chouinard et Chris D'Souza, département des Marchés financiers

- *La cotation d'entreprises à une bourse étrangère a gagné en importance au cours des dernières décennies, compte tenu de la vocation de plus en plus internationale d'un grand nombre de sociétés. En outre, les progrès technologiques et la libéralisation des mouvements de capitaux ont suscité une vive concurrence entre les bourses mondiales désireuses d'augmenter les inscriptions à leur cote ainsi que leur volume de transactions.*
- *La configuration géographique des cotations à l'étranger s'est considérablement modifiée depuis le milieu des années 1980, les places boursières américaines accueillant une part grandissante des entreprises intercotées.*
- *D'après les études empiriques, une société qui s'inscrit en bourse à l'étranger voit généralement le coût de ses fonds propres diminuer, par suite d'une réduction des coûts de transaction ou d'une hausse de la qualité et de la quantité des renseignements qui sont mis à la disposition des investisseurs la concernant.*
- *En raison de la présence d'asymétries d'information entre les pays, les prix ne sont pas déterminés simultanément sur les différentes places boursières.*

La structure des marchés boursiers mondiaux s'est sensiblement modifiée au cours des dernières décennies, les progrès technologiques et la libéralisation des flux de capitaux ayant fait reculer les barrières entre les marchés nationaux. S'il est vrai que les investisseurs peuvent accéder plus facilement aux marchés étrangers de capitaux, le facteur géographique joue encore un rôle important. Les obstacles qui entravent les mouvements internationaux des capitaux — tels que les restrictions juridiques à l'égard de la mobilité de ceux-ci et de la propriété étrangère, les coûts liés à l'exécution de transactions et à l'acquisition d'information sur les titres cotés outre frontières et la question de la protection des investisseurs dans certains pays étrangers — n'ont pas disparu. La segmentation des marchés qui résulte du maintien de ces barrières incite les dirigeants d'entreprises à adopter des mesures telles que l'intercotation internationale, c'est-à-dire l'inscription des actions à la cote d'au moins deux bourses situées dans des pays différents<sup>1</sup>.

Le présent article examine les motivations — et les conséquences — de l'inscription en bourse à l'étranger, en mettant l'accent sur les différentes manières dont celle-ci influe sur le coût des fonds propres. Il sera également question du degré d'intégration des marchés boursiers nationaux. L'information présentée ici est fondée pour une large part sur les conclusions d'études empiriques publiées sur le sujet.

1. Dans le reste de l'article, le mot *intercotation* sera employé seul pour désigner cette pratique. Signalons que, même si de nombreux titres sont cotés à plus d'une bourse au sein d'un même pays, les raisons qui motivent ces inscriptions doubles ou multiples ne seront pas abordées ici.

## Portrait géographique de l'intercotation

Depuis vingt ans, les entreprises canadiennes sont de plus en plus nombreuses à s'inscrire à la cote de bourses étrangères. En novembre 2003, 181 sociétés canadiennes étaient cotées à une bourse américaine, soit près du double du nombre constaté il y a vingt ans<sup>2</sup>; vingt et une l'étaient à la Bourse de Londres, qui est généralement considérée comme la plus internationale des places européennes. La hausse des inscriptions de sociétés canadiennes à l'étranger est moins impressionnante lorsqu'on la ramène à l'échelle du total des entreprises cotées à la Bourse de Toronto. La proportion des sociétés canadiennes intercotées est passée d'environ 10 % à la fin des années 1980 à près de 15 % ces dernières années (Graphique 1). Ces sociétés représentent un large éventail de secteurs d'activité, dont les ressources naturelles, la haute technologie, les transports et les communications. Pendant la majeure partie des deux dernières décennies, le volume d'activité sur les actions d'entreprises canadiennes a été réparti à peu près également entre le Canada et les États-Unis, la part

des bourses américaines dans la valeur des transactions ayant oscillé entre 40 et 50 % (Graphique 2).

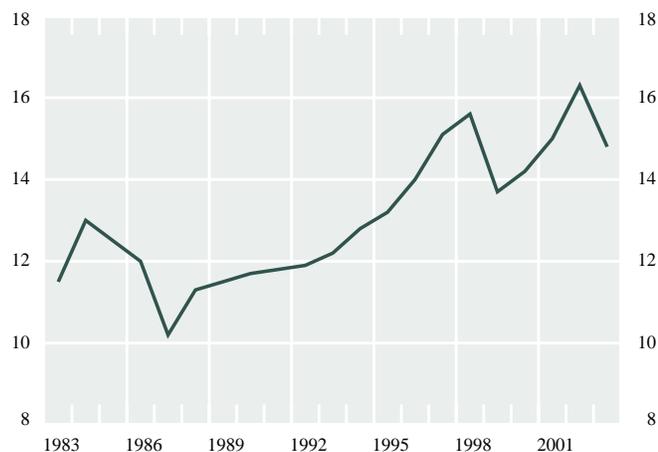
Les bourses américaines semblent s'être internationalisées davantage depuis vingt ans, alors que les européennes ont eu tendance à se recentrer. Le nombre d'entreprises européennes cotées à l'étranger s'est fortement accru entre le milieu des années 1980 et celui des années 1990, mais la plupart ont opté pour des bourses américaines plutôt que pour celles d'autres pays européens. Au cours de cette période, le nombre de sociétés établies aux États-Unis et cotées en Europe a diminué du tiers (Pagano et coll., 2001 et 2002). Certains attribuent cette évolution à l'avantage concurrentiel des bourses américaines, jugées mieux placées pour attirer les grandes sociétés internationales en quête de marchés profonds et liquides pour combler leurs besoins de financement et mener à bien leurs programmes d'acquisitions. Les résultats exposés ci-après montrent que les entreprises souhaitent également s'associer au cadre réglementaire des États-Unis.

Malgré ses coûts plus élevés, l'inscription à la cote d'une bourse américaine est devenue un moyen de se démarquer pour les entreprises innovantes de grande qualité. Pagano et coll. constatent que les caractéristiques et la rentabilité des sociétés européennes diffèrent grandement selon que ces dernières sont

Graphique 1

### Part des entreprises canadiennes cotées à la fois à la Bourse de Toronto et à une bourse étrangère

Pourcentage



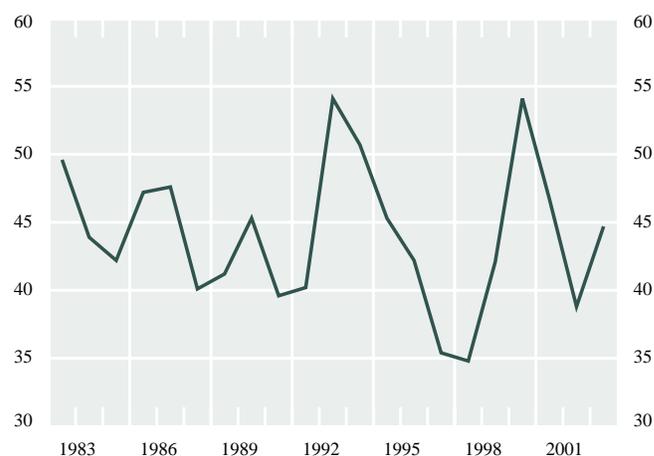
Source : Toronto Stock Exchange Review

2. La plupart des entreprises canadiennes cotées aux États-Unis sont inscrites soit à la Bourse de New York (80 sur 181), soit au NASDAQ (78). Les 23 autres sont cotées à des bourses régionales ou à l'American Stock Exchange (AMEX).

Graphique 2

### Part des bourses américaines dans la valeur des transactions portant sur les actions de sociétés canadiennes

Pourcentage



Source : Toronto Stock Exchange Review

cotées sur une place américaine ou européenne. Celles dont les titres se négocient en bourse aux États-Unis sont souvent des entreprises de haute technologie à vocation exportatrice qui connaissent une expansion rapide et recourent peu à l'emprunt. D'après les résultats de ces auteurs, les sociétés seraient aussi enclines à inscrire leurs titres aux bourses de pays qui partagent des caractéristiques culturelles ou linguistiques communes avec le pays où elles sont établies.

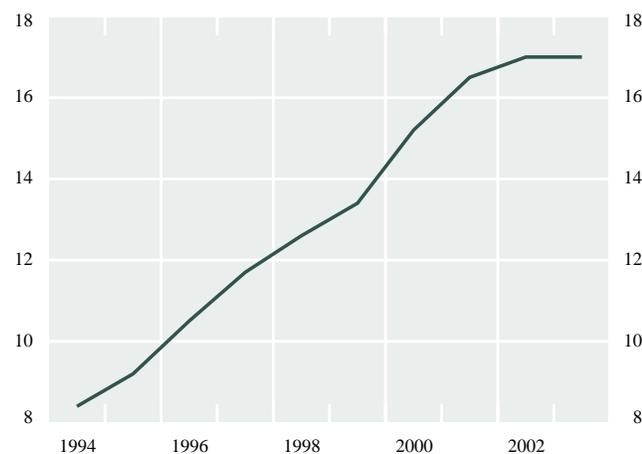
La proportion des sociétés étrangères cotées à la Bourse de New York a doublé au cours de la dernière décennie, passant graduellement d'environ 8,5 % en 1994 à 17 % à la fin de 2003 (Graphique 3). Durant cette période, la part des titres étrangers dans la valeur des opérations effectuées sur cette place boursière a légèrement reculé; elle est tombée de quelque 10 % à 8 % (Graphique 4).

La proportion des sociétés étrangères au NASDAQ a moins augmenté quant à elle et est passée de 7 % à la fin de 1992 à un peu moins de 10 % en 2002. Le nombre de titres étrangers cotés au NASDAQ a atteint un sommet en 2001, avant de redescendre avec la forte correction des cours des valeurs technologiques, qui avaient connu une ascension rapide à la fin des années 1990. Le Tableau 1 présente une ventilation géographique des sociétés étrangères inscrites à la Bourse de New York et au NASDAQ.

**Graphique 3**

### Part des sociétés étrangères cotées à la Bourse de New York

Pourcentage

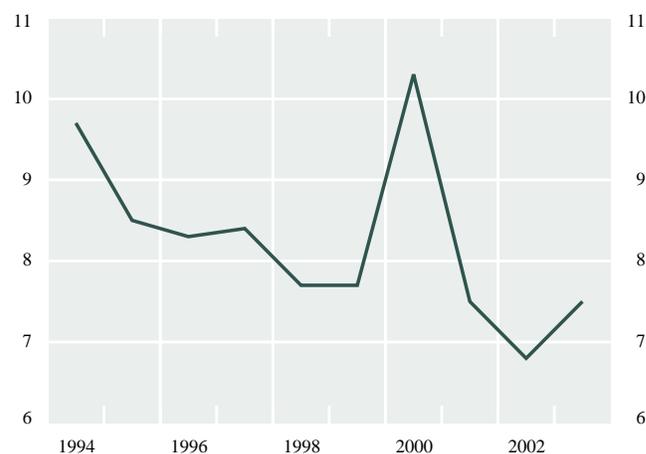


Source : Site Web de la Bourse de New York (<http://www.nyse.com>)

**Graphique 4**

### Part des titres étrangers dans la valeur des opérations effectuées à la Bourse de New York

Pourcentage



Source : Site Web de la Bourse de New York (<http://www.nyse.com>)

**Tableau 1**

### Ventilation géographique des sociétés étrangères inscrites à la Bourse de New York et au NASDAQ

Au 31 décembre 2003

	NYSE	NASDAQ
Asie et Pacifique	80 (17,1 %)	50 (14,7 %)
Europe	189 (40,3 %)	95 (27,9 %)
Proche-Orient et Afrique	13 (2,8 %)	76 (22,3 %)
Amérique du Sud et Antilles	106 (22,6 %)	42 (12,3 %)
Canada	81 (17,3 %)	78 (22,9 %)
<b>Total</b>	<b>469</b>	<b>341</b>

Sources : Site Web de la Bourse de New York (<http://www.nyse.com>) et NASDAQ (<http://www.nasdaq.com>)

## Les coûts de la cotation à l'étranger

L'inscription à la cote d'une bourse étrangère présente de nombreux avantages, mais elle comporte aussi des coûts. Ceux-ci sont liés au respect d'obligations accrues en matière d'information financière, au règlement des frais d'enregistrement auprès des organismes de réglementation et au paiement des droits d'admission à la cote (Karolyi, 1998). Pour répondre aux besoins d'une vaste gamme d'entreprises, les bourses ont créé plusieurs catégories de cotation, chacune étant assortie de sa propre série d'exigences et offrant aux investisseurs avisés différents avantages potentiels.

À une extrémité du spectre se trouve la cotation ordinaire — la plus prestigieuse, mais aussi celle qui impose le plus d'exigences. Une société demandant l'admission de ses titres à la cote doit satisfaire à certains critères minimaux établis par la bourse. Ainsi, sa capitalisation boursière et certaines variables comptables, telles que son bénéfice, doivent atteindre une taille minimale. L'entreprise doit également se conformer aux conditions posées par les organismes de réglementation, qui exigent normalement que les états financiers soient retraités selon les normes et principes prescrits par les instances comptables locales. Elle doit en outre prendre des dispositions aux fins de la compensation et du règlement des transactions dans le pays où elle veut inscrire ses titres.

---

*L'inscription à la cote d'une bourse étrangère présente de nombreux avantages, mais elle comporte aussi des coûts.*

---

Les sociétés qui souhaitent être cotées en bourse aux États-Unis ont la possibilité de participer à un programme d'émission de certificats américains d'actions étrangères. Ces derniers sont des certificats négociables émis par une banque et représentant une quantité déterminée d'actions sous-jacentes, qui sont détenues en fiducie dans une banque dépositaire étrangère. La banque dépositaire fait office d'agent de transfert et d'agent comptable des registres, s'occupant notamment de l'inscription des porteurs de certificats et du règlement des transactions effectuées par les courtiers. La banque émettrice se charge de verser aux porteurs la contre-valeur en dollars É.-U. des dividendes reçus en devise étrangère. Les sociétés intéressées à émettre ces certificats peuvent choisir parmi différentes catégories de cotation, comportant chacune leurs propres exigences en matière d'information financière<sup>3</sup>.

---

3. Les certificats américains d'actions étrangères de catégorie 1 se négocient sur le marché hors cote des « Pink Sheets » et sont peu liquides; les exigences d'information imposées à leur émetteur par la Securities Exchange Commission (SEC) sont minimales et les états financiers n'ont pas à être dressés selon les principes comptables généralement reconnus (PCGR) des États-Unis. Les certificats de catégorie 2 sont admis à la négociation en bourse, mais ils ne permettent pas la mobilisation de capitaux. Les certificats de catégorie 3 constituent la cotation la plus prestigieuse et la plus coûteuse. Les sociétés qui optent pour cette catégorie d'instruments doivent satisfaire à l'ensemble des obligations d'information établies par la SEC et se conformer aux règles de cotation de la bourse où ceux-ci seront négociés.

## **Pourquoi inscrire ses titres à la cote d'une bourse étrangère?**

Les dirigeants d'entreprises canadiennes interrogés dans le cadre d'enquêtes estiment généralement que les principaux avantages de l'intercotation résident dans l'accessibilité à un plus grand nombre d'investisseurs et la facilité accrue de négociation des titres. Par ailleurs, ils considèrent comme un coût majeur l'obligation de se plier aux exigences d'information des autorités étrangères. Ils pensent majoritairement que les avantages de l'intercotation l'emportent sur les coûts, mais pas forcément de beaucoup. La supériorité des avantages sur les coûts dépend de la hausse éventuelle du volume total des transactions à la suite de l'inscription en bourse à l'étranger (Mittoo, 1992).

---

*Les dirigeants d'entreprises canadiennes estiment généralement que les principaux avantages de l'intercotation résident dans l'accessibilité à un plus grand nombre d'investisseurs et la facilité accrue de négociation des titres. Par ailleurs, ils considèrent comme un coût majeur l'obligation de se plier aux exigences d'information des autorités étrangères.*

---

Si certains dirigeants sont motivés en partie par la perspective d'accroître la notoriété de leur entreprise ou la visibilité de ses produits, l'objectif premier de l'intercotation est de réduire le coût des fonds propres de la société. L'inscription à la cote d'une place étrangère ne devrait avoir aucune incidence sur le cours des titres lorsque les marchés boursiers du pays d'origine et du pays étranger sont parfaitement intégrés. Cependant, s'il existe des barrières entre les marchés, la valeur de l'action de l'entreprise peut fluctuer à l'annonce de l'inscription à une bourse étrangère. D'après les travaux empiriques, les actions intercotées ont tendance à connaître une forte progression de leur valeur avant leur inscription à l'étranger et peu après. Sur une période plus longue, toutefois, la situation est très variable d'une société à

l'autre. Dans bon nombre de cas, la hausse initiale de la valeur de l'action se dissipe dans l'année qui suit l'admission à la cote de la bourse étrangère.

Ce recul de la valeur de l'action — qui est généralement plus prononcé dans le cas de petites entreprises encore jeunes — est souvent attribué non à l'intercotation en soi, mais à des facteurs propres à la société. Il se peut par exemple que les dirigeants aient fait coïncider l'inscription avec le moment où culminait la valeur de l'entreprise. Il est vraisemblable également que les petites sociétés aient du mal à s'adapter aux exigences du nouveau pays, qui sont souvent plus rigoureuses que celles de leur pays d'attache. Une autre possibilité est que l'entreprise ait émis plus d'actions au moment de son inscription en bourse à l'étranger que ce que les investisseurs étaient disposés à absorber (Karolyi, 1998; Foerster et Karolyi, 1999). Des travaux récents donnent à penser que, dans le cas des entreprises canadiennes, l'ampleur de la réaction des cours a nettement diminué durant les années 1990. Cette évolution tiendrait à l'intégration croissante des économies canadienne et américaine (Mittoo, 2003).

La baisse qu'accuse le cours de l'action dans les mois qui suivent l'inscription à une place étrangère peut aussi être liée à une réduction de la sensibilité des investisseurs nationaux à son évolution et, partant, à un recul des attentes de ces derniers en matière de rendements. Une société qui décide de faire coter ses titres à l'étranger peut en effet bénéficier d'un bassin d'investisseurs plus hétérogènes, et donc mieux en mesure de mutualiser les risques. Autrement dit, les actionnaires exigeraient des rendements attendus moins élevés qu'auparavant puisqu'une partie du risque systématique antérieur à l'inscription est maintenant répartie entre des investisseurs plus hétérogènes. Les travaux empiriques indiquent que l'entreprise voit le coût de ses fonds propres diminuer après l'admission de ses titres à la cote d'une bourse étrangère (Karolyi, 1998; Stulz, 1999; Errunza et Miller, 2000).

Les coûts de transaction et les considérations informationnelles sont deux catégories de facteurs pouvant donner lieu à une baisse des rendements attendus à la suite de l'inscription à une bourse étrangère.

### ***Les coûts de transaction***

L'intercotation a pour effet de réduire les coûts de transaction en accroissant la liquidité du titre sur le marché (Karolyi, 1998). Un marché est jugé liquide si

des transactions peuvent y être effectuées rapidement sans grande incidence sur les cours.

La relation entre la liquidité et l'intercotation s'explique en grande partie par la concurrence que se livrent les bourses à l'échelle mondiale pour attirer les ordres (c.-à-d. les transactions). Les bourses cherchent continuellement de nouvelles façons d'améliorer les mécanismes de négociation en vue de hausser la qualité de leur marché et de maintenir ou d'augmenter le flux d'ordres<sup>4</sup>. L'exécution des transactions, la disponibilité de l'information relative à ces dernières et le rôle joué par les teneurs de marché sont autant d'aspects de la négociation susceptibles d'être améliorés<sup>5</sup>.

---

*La relation entre la liquidité et l'intercotation s'explique en grande partie par la concurrence que se livrent les bourses à l'échelle mondiale pour attirer les ordres (c.-à-d. les transactions).*

---

En théorie, lorsqu'un titre s'échange sur plusieurs marchés, les opérateurs qui ne disposent pas d'une information supérieure au sujet des rendements futurs fonderont essentiellement leur choix sur les coûts de transaction. Si ceux-ci sont plus faibles sur une bourse particulière, ces opérateurs achemineront leurs ordres vers celle-ci. Les opérateurs souhaitant tirer parti de renseignements qui n'ont pas été largement diffusés ou parfaitement digérés seront portés à négocier eux aussi sur ce marché afin de mieux masquer leurs intentions. La bourse en question finira par attirer le gros du volume des transactions sur le titre et par dominer le marché (Chowdhry et Nanda, 1991; Huddart, Hughes et Brunnermeier, 1998).

---

4. Il n'existe pas de définition précise de la qualité d'un marché, mais on considère généralement la liquidité comme un aspect important de celle-ci. L'efficience du marché sur le plan du fonctionnement et de l'information, sa transparence et sa volatilité sont d'autres considérations clés.

5. Les teneurs de marché ont pour rôle d'assurer la liquidité, l'équité et le fonctionnement ordonné du marché. Bien qu'on retrouve ces spécialistes dans la plupart des bourses, leurs responsabilités et la proportion de titres dont ils ont la charge peuvent varier de l'une à l'autre.

Selon divers travaux empiriques basés pour la plupart sur des données canadiennes, les écarts entre les cours acheteur et vendeur auraient tendance à se resserrer sur le marché d'origine une fois le titre coté à l'étranger. Ce serait tout particulièrement le cas des actions pour lesquelles le volume des transactions est en hausse sur le marché d'origine. Cette amélioration des écarts acheteur-vendeur peut être interprétée comme une réaction des teneurs de marché dans le pays d'origine à la concurrence exercée par leurs homologues étrangers. On a aussi noté une hausse du volume total des opérations et une accentuation de la profondeur du marché. La mesure dans laquelle la liquidité s'accroît dépend de la part de l'activité qui se reporte sur le nouveau marché et des restrictions qui frappent les transactions émanant de l'étranger avant l'inscription à la cote (Karolyi, 1998; Foerster et Karolyi, 1998). La liquidité augmente le plus lorsque le marché d'origine conserve une bonne part de son volume d'activité et que les restrictions à l'égard des transactions des non-résidents étaient très contraignantes. L'existence de liens informationnels entre les différentes bourses favorise aussi une plus grande liquidité, surtout lorsque la société est établie dans un pays à marché émergent. Si ces liens étaient ténus, la cotation à l'étranger se traduirait plutôt par une liquidité réduite et une plus grande volatilité du titre sur le marché d'origine, car les opérateurs mieux informés dirigeraient leurs transactions vers l'autre marché (Domowitz, Glen et Madhavan, 1998).

Toutes choses égales par ailleurs, un accroissement de la liquidité devrait entraîner une diminution du coût des fonds propres, car les actionnaires attachent beaucoup d'importance à la liquidité. Il a été démontré que le taux de rendement exigé est une fonction concave croissante de l'écart entre les cours acheteur et vendeur du titre (Amihud et Mendelson, 1986).

Si l'on examine de plus près le cas des sociétés étrangères cotées à la Bourse de New York, on constate que leurs actions sont habituellement moins liquides que celles des entreprises établies aux États-Unis. L'écart acheteur-vendeur est en effet plus important, le marché moins profond et les cours plus volatils. La différence est généralement plus marquée dans le cas des sociétés de marchés émergents que dans celui des sociétés de pays industrialisés. Les spécialistes semblent aussi moins disposés à avoir une position ouverte en actions étrangères à la clôture (Bacidore et Sofianos, 2002). Ces résultats sont imputables à l'asymétrie d'information et au risque accru d'antisélection associé aux actions étrangères.

La section suivante traite de ces deux derniers facteurs.

### ***Les considérations informationnelles***

L'intercotation peut aider à contourner cette autre source de segmentation des marchés que constituent les « considérations informationnelles ». On entend surtout par là les coûts de l'acquisition d'informations pertinentes sur les sociétés étrangères, ceux de leur analyse et la question de la fiabilité de cette information. Plusieurs auteurs soutiennent que l'inscription à la cote de plusieurs bourses permet de réduire le coût des fonds propres en améliorant l'accès à l'information relative aux entreprises intercotées.

---

*Même si les analystes paraissent généralement moins optimistes en ce qui concerne les perspectives de bénéfices des sociétés étrangères qu'à propos de celles des entreprises de leur propre pays, l'intercotation s'accompagne souvent d'une amélioration de leurs prévisions.*

---

Il semblerait que la cotation à l'étranger augmente la visibilité de l'entreprise et facilite la reconnaissance des investisseurs, du fait d'une plus grande couverture médiatique et du nombre accru d'analystes qui suivent l'entreprise après son inscription en bourse à l'étranger. Même si les analystes paraissent généralement moins optimistes en ce qui concerne les perspectives de bénéfices des sociétés étrangères qu'à propos de celles des entreprises de leur propre pays, l'intercotation s'accompagne souvent d'une amélioration de leurs prévisions. Comme il coûte moins cher de suivre les activités et les résultats d'une entreprise, le nombre potentiel d'investisseurs augmente, tout comme la demande du titre (Lang, Lins et Miller, 2003; Baker, Nofsinger et Weaver, 2002; Das et Saudagaran, 1998).

Les obligations d'information imposées à l'égard des transactions et de la comptabilité ainsi que le degré de protection des actionnaires minoritaires influent tous sur l'évaluation de l'entreprise. Les travaux empiriques portent à croire que l'inscription en bourse dans un pays où les obligations d'information sont

plus strictes et où l'investisseur est mieux protégé est avantageuse (Doidge, Karolyi et Stulz, 2003), car des normes de comptabilité et de divulgation plus élevées réduisent les coûts que ce dernier doit assumer pour se renseigner. La cotation à la bourse d'un pays où les normes sont plus rigoureuses que dans le marché d'origine atténue aussi le risque que les dirigeants de l'entreprise exploitent des informations privilégiées. La diminution consécutive des coûts d'information et des coûts de surveillance des dirigeants permet aux sociétés de réduire la prime de risque rattachée à leurs actions (Reese et Weisbach, 2002). Certains auteurs estiment que les sociétés établies dans des pays aux normes peu rigoureuses peuvent aussi profiter de l'effet de signal que produit l'inscription à la bourse d'un pays aux exigences plus grandes. Selon eux, l'inscription à l'étranger pourrait signaler un engagement crédible à respecter des normes de gouvernance accrues. Les entreprises chercheraient alors à faire coter leurs titres dans des pays imposant des obligations d'information et des règles de conformité plus strictes que celles de leur pays d'attache (Coffee, 2002). Cette hypothèse de « crédibilité par association » a été testée empiriquement à l'aide de données canadiennes. Les résultats obtenus indiquent que les entreprises canadiennes peuvent accroître la valeur de leurs actions en s'alliant volontairement au cadre réglementaire américain par l'inscription de leurs titres à une bourse des États-Unis (King et Segal, 2003).

La notion d'une « course vers le sommet » en matière d'obligations d'information a été formalisée dans le modèle théorique de Huddart, Hughes et Brunnermeier (1998). Selon ce modèle, l'activité des opérateurs non informés, qui ont tout intérêt à s'adresser aux marchés où les exigences de divulgation sont plus grandes, empêche les initiés d'inscrire leur société à la cote d'une bourse moins contraignante — et donc d'exploiter les renseignements privilégiés dont ils disposent. Ce modèle contredit l'hypothèse selon laquelle, en l'absence d'organismes de réglementation, les bourses seraient tentées de faire preuve de laxisme en matière de divulgation afin d'attirer la clientèle d'un plus grand nombre de sociétés.

L'inscription à une bourse étrangère a aussi pour avantage de faciliter l'évaluation des actions à l'ouverture de la séance boursière si celles-ci sont cotées sur des marchés situés dans des fuseaux horaires différents. À l'ouverture de la séance, les cours des titres qui se sont échangés durant la nuit sur une autre place boursière sont moins volatils que ceux des autres actions, ce qui a pour effet de réduire les

erreurs d'évaluation (Yamori, 1998; Lowengrub et Melvin, 2002).

## L'interaction des prix

Un nouveau courant de la littérature s'intéresse aux fluctuations du cours d'une action sur différents marchés. Si les marchés boursiers étaient parfaitement intégrés entre eux, les écarts de prix seraient réduits au maximum une fois convertis dans la même devise. De plus, tous les marchés prendraient acte des nouvelles informations presque simultanément. L'intégration des prix entre les marchés devrait ainsi favoriser l'efficience et la liquidité de ces derniers en faisant en sorte que chaque ordre présenté soit apparié au meilleur ordre de sens opposé sur l'ensemble des places où l'action se négocie.

Cependant, les liens informationnels sont rarement assez étroits pour qu'il y ait intégration parfaite des marchés et « découverte » simultanée des prix sur les différentes bourses<sup>6</sup>. Comme les asymétries d'information et les coûts de transaction entraînent une certaine segmentation des marchés, la bourse où est déterminé le cours d'une action n'est pas nécessairement toujours la même. Bien que le jeu de l'arbitrage oblige les cours à se réaligner sur les autres marchés pour maintenir un équilibre de non-arbitrage, la bourse qui fait office de chef de file en matière de prix pourrait attirer une part appréciable des ordres si ce rajustement met du temps à se réaliser.

Ce genre de désalignement peut par exemple se produire lorsque les heures de négociation ne se chevauchent pas. En pareil cas, la bourse du pays d'attache de l'entreprise jouit d'un avantage, puisque les nouvelles sur l'entreprise seront vraisemblablement annoncées dans ce pays durant les heures normales d'ouverture. Un autre exemple d'asymétrie d'information susceptible de causer une segmentation des marchés est celui des entreprises qui sont réputées « de premier ordre » dans leur pays d'attache — où elles disposent d'un vivier relativement important d'investisseurs et sont suivies par de nombreux analystes — mais qui sont moins connues à l'étranger. Dans ce cas, il est raisonnable de supposer que le cours de l'action aura tendance à être déterminé sur le marché d'origine de l'entreprise. Toutefois, on pourrait également faire valoir qu'il sera établi sur le marché étranger si celui-ci est de meilleure qualité.

6. On entend par découverte des prix le processus par lequel de nouvelles données fondamentales se répercutent sur les prix.

Les prix sont-ils déterminés d'abord sur le marché d'origine ou sur le marché étranger? Si l'on en croit les études empiriques, les cours des actions d'entreprises canadiennes cotées au pays et à l'étranger s'ajustent mutuellement sur les deux marchés. La contribution de chaque marché au processus de découverte des prix varie beaucoup d'un titre à l'autre. La prédominance de la bourse étrangère dépend de sa part du volume d'activité sur le titre, de son avantage comparatif sur le plan de la liquidité et des liens économiques qui existent entre la société inscrite et le pays où cette bourse est située (Eun et Sabherwal, 2003).

## Conclusions

Même si les marchés financiers dans le monde sont de plus en plus intégrés, le facteur géographique pèse encore dans la balance. Les bourses tentent de contourner les obstacles aux mouvements inter-

nationaux de capitaux en formant des alliances stratégiques qui transcendent les frontières. Les entreprises s'efforcent elles aussi constamment de surmonter la segmentation des marchés en adoptant des mesures telles que l'inscription à la cote de bourses étrangères. L'intercotation permet aux entreprises d'abaisser le coût de leurs fonds propres en réduisant le risque systématique que leurs actions présentent pour les investisseurs, en augmentant la liquidité de ces dernières et en améliorant le cadre d'information.

La concurrence que se livrent les bourses à l'échelle mondiale pour attirer les ordres et l'élévation consécutive de la qualité des marchés profitent non seulement, sur le plan financier, aux entreprises, mais aussi aux investisseurs. Les travaux empiriques donnent à penser que les cours des actions d'entreprises canadiennes cotées au pays et à l'étranger s'ajustent mutuellement sur les deux marchés.

---

## Bibliographie

- Amihud, Y., et H. Mendelson (1986). « Asset Pricing and the Bid-Ask Spread », *Journal of Financial Economics*, vol. 17, n° 2, p. 223-249.
- Bacidore, J., et G. Sofianos (2002). « Liquidity Provision and Specialist Trading in NYSE-Listed Non-U.S. Stocks », *Journal of Financial Economics*, vol. 63, n° 1, p. 133-158.
- Baker, H. K., J. R. Nofsinger et D. G. Weaver (2002). « International Cross-Listing and Visibility », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 37, n° 3, p. 495-521.
- Chowdhry, B., et V. Nanda (1991). « Multimarket Trading and Market Liquidity », *Review of Financial Studies*, vol. 4, n° 3, p. 483-511.
- Coffee, J. C. (2002). « Racing towards the Top?: The Impact of Cross-Listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance », *Columbia Law Review*, vol. 102, n° 7, p. 1757-1831.
- Das, S., et S. M. Saudagaran (1998). « Accuracy, Bias, and Dispersion in Analysts' Earnings Forecasts: The Case of Cross-Listed Foreign Firms », *Journal of International Financial Management and Accounting*, vol. 9, n° 1, p. 16-33.
- Doidge, C., G. A. Karolyi et R. M. Stulz (2003). « Why Are Foreign Firms That List in the U.S. Worth More? », *Journal of Financial Economics*. Article sous presse accessible à l'adresse sciencedirect.com.
- Domowitz, I., J. Glen et A. Madhavan (1998). « International Cross-Listing and Order Flow Migration: Evidence from an Emerging Market », *Journal of Finance*, vol. 53, n° 6, p. 2001-2027.
- Errunza, V. R., et D. P. Miller (2000). « Market Segmentation and the Cost of Capital in International Equity Markets », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 35, n° 4, p. 577-599.
- Eun, C., et S. Sabherwal (2003). « Cross-Border Listings and Price Discovery: Evidence from U.S.-Listed Canadian Stocks », *Journal of Finance*, vol. 58, n° 2, p. 549-575.
- Foerster, S. R., et G. A. Karolyi (1998). « Multimarket Trading and Liquidity: A Transaction Data Analysis of Canada-US Interlistings », *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, vol. 8, n° 3-4, p. 393-412.

- Foerster, S. R., et G. A. Karolyi ((1999). « The Effects of Market Segmentation and Investor Recognition on Asset Prices: Evidence from Foreign Stocks Listing in the United States », *Journal of Finance*, vol. 54, n<sup>o</sup> 3, p. 981-1013.
- Huddart, S., J. S. Hughes et M. Brunnermeier (1998). « Disclosure Requirements and Stock Exchange Listing Choice in an International Context », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 26, n<sup>os</sup> 1-3, p. 237-269.
- Karolyi, G. A. (1998). « Why Do Companies List Shares Abroad?: A Survey of the Evidence and Its Managerial Implications », *Financial Markets, Institutions and Instruments*, vol. 7, n<sup>o</sup> 1, p. 1-60.
- King, M. R., et D. Segal (2003). « Corporate Governance, International Cross-Listing and Home Bias », *Canadian Investment Review*, vol. 16, n<sup>o</sup> 4, p. 8-19.
- Lang, M. H., K. V. Lins et D. P. Miller (2003). « ADRs, Analysts, and Accuracy: Does Cross Listing in the United States Improve a Firm's Information Environment and Increase Market Value? », *Journal of Accounting Research*, vol. 41, n<sup>o</sup> 2, p. 317-345.
- Lowengrub, P., et M. Melvin (2002). « Before and After International Cross-Listing: An Intraday Examination of Volume and Volatility », *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, vol. 12, n<sup>o</sup> 2, p. 139-155.
- Mittoo, U. R. (1992). « Managerial Perceptions of the Net Benefits of Foreign Listing: Canadian Evidence », *Journal of International Financial Management and Accounting*, vol. 4, n<sup>o</sup> 1, p. 40-62.
- (2003). « The Value of U.S. Listing: Does A U.S. Listing Improve Stock Performance in the Long Run? », *Canadian Investment Review*, vol. 16, n<sup>o</sup> 3, p. 31-37.
- Pagano, M., O. Randl, A. A. Roell et J. Zechner (2001). « What Makes Stock Exchanges Succeed? Evidence from Cross-Listing Decisions », *European Economic Review*, vol. 45, n<sup>os</sup> 4-6, p. 770-782.
- Pagano, M., A. A. Roell et J. Zechner (2002). « The Geography of Equity Listing: Why Do Companies List Abroad? », *Journal of Finance*, vol. 57, n<sup>o</sup> 6, p. 2651-2694.
- Reese, Jr., W. A., et M. S. Weisbach (2002). « Protection of Minority Shareholder Interests, Cross-Listings in the United States, and Subsequent Equity Offerings », *Journal of Financial Economics*, vol. 66, n<sup>o</sup> 1, p. 65-104.
- Stultz, R. (1999). « Globalization, Corporate Finance and the Cost of Capital », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 12, n<sup>o</sup> 3, p. 8-25.
- Yamori, N. (1998). « Does International Trading of Stocks Decrease Pricing Errors? Evidence from Japan », *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, vol. 8, n<sup>os</sup> 3-4, p. 413-432.



# Discours

---

## Introduction

Le gouverneur Dodge a examiné les effets d'un bas taux d'inflation sur la tenue du marché canadien du travail dans une conférence prononcée le 20 novembre à l'Université Memorial de Terre-Neuve, à l'occasion du 25<sup>e</sup> anniversaire de la fin du contrôle des salaires et des prix qu'exerçait la Commission de lutte contre l'inflation.

Dans une allocution prononcée le 8 décembre devant la Chambre de commerce de London, le gouverneur a passé en revue les ajustements économiques qui se sont opérés dans l'économie canadienne au cours des années 1990 et ceux auxquels il faudra procéder durant les prochaines décennies. La productivité, notamment, devra être accrue, et la Banque scrutera les données disponibles dans les prochains mois, « à l'affût de signes indiquant que le rythme d'expansion de l'économie dépasse nettement celui de la production potentielle », a affirmé M. Dodge.

Ces deux discours sont reproduits dans la présente livraison de la *Revue*.

Il est possible de consulter le texte intégral des autres discours du gouverneur dans le site Internet de la Banque, à l'adresse <http://www.banqueducanada.ca>.

- |                   |  |
|-------------------|--|
| 22 janvier 2004   | Déclaration préliminaire faite à l'occasion de la parution de la <i>Mise à jour du Rapport sur la politique monétaire</i>  |
| 17 novembre 2003  | Allocution prononcée au Séminaire annuel des visionnaires du Bureau des partenariats et des compétences de pointe, Ottawa, Ontario   |
| 3 novembre 2003   | Allocution prononcée au dîner-hommage David Dodge organisé par la Fondation canadienne d'éducation économique, Toronto, Ontario  |
| 23 octobre 2003   | Déclaration préliminaire faite devant le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce  |
| 22 octobre 2003   | Déclaration préliminaire faite devant le Comité permanent des finances de la Chambre des communes après la publication du <i>Rapport sur la politique monétaire</i><br>Déclaration préliminaire faite à l'occasion de la parution du <i>Rapport sur la politique monétaire</i> |
| 10 septembre 2003 | Allocution prononcée devant la Chambre de commerce de Vancouver, Vancouver, Colombie-Britannique   |
| 5 septembre 2003  | Allocution prononcée à la Table ronde de Spruce Meadows, Spruce Meadows, Alberta   |
| 7 août 2003       | Allocution prononcée devant le Couchiching Institute on Public Affairs, Geneva Park, Ontario   |
| 17 juillet 2003   | Déclaration préliminaire faite à l'occasion de la parution de la <i>Mise à jour du Rapport sur la politique monétaire</i>  |
| 18 juin 2003      | Allocution prononcée devant la Chambre de commerce du Halifax métropolitain, Halifax, Nouvelle-Écosse  |
| 12 juin 2003      | Allocution prononcée devant le Conseil du patronat du Québec, Montréal, Québec   |
| 11 juin 2003      | Allocution prononcée à la Conférence des statisticiens européens, Genève, Suisse (par vidéoconférence)   |
| 5 juin 2003       | Allocution prononcée devant le Club d'affaires germano-canadien de Berlin-Brandebourg, Berlin, Allemagne   |



# Un taux d'inflation bas et prévisible et la tenue du marché canadien du travail\*

---

*Conférence prononcée par David Dodge  
gouverneur de la Banque du Canada  
à l'Université Memorial de Terre-Neuve  
St. John's, Terre-Neuve-et-Labrador  
le 20 novembre 2003*

**L**a politique monétaire canadienne a pour objet de contribuer au dynamisme de l'économie et à l'amélioration du niveau de vie. La meilleure façon dont elle peut y parvenir est de maintenir l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible. Cela a d'importantes conséquences sur la tenue du marché du travail.

L'économie canadienne jouit aujourd'hui d'un taux d'inflation bas, stable et prévisible, mais il n'en a pas toujours été ainsi. Au milieu des années 1970, le pays était aux prises avec une inflation élevée, instable et imprévisible. Cet état de choses a amené la création, en 1975, de la Commission de lutte contre l'inflation, où j'ai exercé les fonctions de directeur général de la recherche.

Ce soir, je veux me pencher sur les leçons que nous avons tirées depuis que la Commission de lutte contre l'inflation a cessé ses activités il y a un quart de siècle presque jour pour jour. Je parlerai d'abord brièvement du fondement théorique sur lequel s'appuie le rôle joué par les attentes relatives à l'inflation. Les attentes revêtent de l'importance tant pour l'établissement des

prix que pour celui des salaires, mais je me concentrerai ici sur le second de ces deux aspects. Je décrirai ensuite le cadre de maîtrise de l'inflation de la Banque du Canada, qui sert à arrimer les attentes d'inflation. J'aborderai aussi la question de savoir si le taux d'inflation que vise la Banque du Canada est trop faible compte tenu de la rigidité à la baisse des salaires nominaux. Je traiterai en outre de la tenue du marché canadien du travail et de l'amélioration considérable de celle-ci depuis les modifications apportées au cadre de la politique monétaire en 1991. Enfin, après avoir dit quelques mots au sujet de la conduite de la politique monétaire, je formulerai quelques brefs commentaires en guise de conclusion.

## **L'inflation et le rôle des attentes d'inflation**

Permettez-moi d'abord de revenir aux années 1970. Au début de cette décennie, l'inflation se situait aux alentours de 3 %. Mais elle s'est soudainement mise à grimper et, trois ans plus tard, elle dépassait les 12 %. L'inflation n'avait pas seulement augmenté : elle était aussi devenue plus variable, ce qui créait de l'incertitude au sujet de son évolution future<sup>1</sup> et compliquait la tâche des travailleurs et des employeurs au moment de décider du taux d'inflation à prendre en compte dans les conventions collectives. Dans ce contexte, il ne fallait pas s'étonner que certains travailleurs réclament des hausses supplémentaires, tant pour compenser la perte de pouvoir d'achat imputable à l'inflation antérieure que pour se protéger de l'inflation future. Et de nombreux employeurs accédaient à leurs

---

\* L'exposé donné par le gouverneur Dodge à l'Université Memorial est une version abrégée de la présente conférence. Le gouverneur tient à remercier Robert Fay, chef adjoint au département des Recherches, de sa contribution à celle-ci.

1. La variabilité se mesure au moyen de l'écart-type.

demandes. Sinon, il arrivait souvent que les employés se mettent en grève. Durant les années 1970, plus de sept millions de jours-personnes ont ainsi été perdus en moyenne chaque année par suite d'arrêts de travail, ce qui représente une énorme perte de production. Le niveau élevé et variable de l'inflation a également entraîné l'octroi de fortes augmentations salariales. Cette ascension des salaires a alimenté les attentes d'inflation et contribué à une course entre les salaires et les prix, à laquelle s'est greffée une spirale salariale<sup>2</sup>.

Dans la littérature économique de l'époque, une grande confusion entourait le rôle que jouent les attentes d'inflation dans la formation des salaires. On y faisait valoir que les travailleurs et les syndicats cherchaient à récupérer le pouvoir d'achat érodé par l'inflation passée. Milton Friedman était plutôt d'avis que les attentes concernant l'avenir pèsent plus lourd dans les négociations salariales que le désir de compenser la perte de pouvoir d'achat attribuable à l'inflation antérieure. D'après lui, les travailleurs se soucient davantage de leur salaire réel que de leur salaire nominal. Quand vient le moment de renouveler leur convention collective, ils réclameront des hausses de salaire afin de préserver leur rémunération réelle s'ils s'attendent à ce que les prix augmentent pendant la durée du contrat de travail.

Selon Friedman, ce n'est donc pas le taux d'inflation récemment observé, mais le taux *attendu* qui est déterminant pour l'établissement des salaires. Avec la hausse du niveau et de la variabilité de l'inflation, l'évolution future de celle-ci était devenue très incertaine. Les attentes d'inflation se trouvaient en conséquence sans point d'ancrage, ce qui perturbait considérablement le processus d'établissement des salaires<sup>3</sup>.

Si des politiques macroéconomiques restrictives étaient nécessaires pour ramener le taux d'inflation sous la barre des 10 %, de telles politiques mettent un

certain temps à agir et se seraient traduites dans l'intervalle par une hausse du chômage. Durant la première moitié des années 1970, un courant de pensée soutenait qu'un contrôle temporaire des salaires et des prix pouvait contenir la montée du chômage en induisant au fil du temps des comportements en matière de salaires et de prix qui s'accordent avec l'austérité des politiques macroéconomiques.

La Commission de lutte contre l'inflation a par conséquent été créée en vue d'arrimer les attentes d'inflation par la mise en place d'un contrôle des salaires et des prix. Le but était d'aligner le taux de croissance des salaires sur le taux d'inflation visé, soit 8,6 et 4 % pour les trois années suivantes, en partant du principe que les politiques monétaire et budgétaire cadreraient avec la réalisation de cet objectif<sup>4</sup>.

Le moins qu'on puisse dire, c'est que l'imposition d'un contrôle des salaires et des prix a été très controversée. Un universitaire connu a même intitulé ainsi un article sur ce sujet [*traduction*] : « Comment faire beaucoup de tort en essayant de faire un peu de bien »<sup>5</sup>. Trois principaux arguments étaient invoqués contre l'instauration d'un programme de contrôle des salaires et des prix. Le premier était que celui-ci provoquerait, au sein de l'économie, des distorsions qui s'amplifieraient avec la durée de son application. Le deuxième argument voulait qu'un tel programme soit très difficile et coûteux à administrer. Enfin, il n'était pas certain que des mesures de contrôle permettraient vraiment d'obtenir une réduction permanente de l'inflation. En particulier, les autorités mettraient-elles l'accent sur ces mesures au détriment des politiques macroéconomiques et structurelles?

Les résultats d'études empiriques menées par la suite indiquent que le contrôle des salaires et des prix a donné lieu à une baisse de 2 à 3 points de pourcentage des taux d'augmentation salariale octroyés<sup>6</sup>. Mais en définitive, ni la politique monétaire ni la politique budgétaire n'étaient assez restrictives pour maintenir l'inflation à un niveau plus bas, même si à l'époque on estimait que la politique monétaire avait été suffisamment resserrée. Des recherches effectuées ultérieurement à la Banque ont toutefois montré que les liens entre les variations de l'agrégat monétaire au sens étroit M1 et celles des prix n'étaient pas aussi

2. À l'époque, il était courant de voir des travailleurs et des syndicats réclamer des augmentations salariales pour se protéger contre le risque d'une montée de l'inflation pendant la durée de leurs contrats de travail. Leurs demandes trouvaient parfois un écho favorable auprès des employeurs. L'inflation venant gonfler les recettes du secteur public et les bénéfices de certaines entreprises du secteur privé, ces employeurs étaient disposés à accorder des augmentations relativement généreuses, si bien que les travailleurs et les syndicats en sont venus dans certains cas à réclamer de fortes hausses salariales, sans tenir compte de la situation de leur domaine d'activité.

3. L'économie était en outre secouée par des chocs sans précédent, tels les chocs pétroliers, qui ont eu pour effet direct de nourrir les attentes d'inflation en l'absence d'un point d'ancrage clair de la politique monétaire. Devant ces chocs et les autres changements structurels en cours, les travailleurs et les employeurs ne savaient trop comment réagir.

4. Pour un survol des causes de l'inflation et des objectifs de la Commission de lutte contre l'inflation, voir Dodge (1976).

5. Lipsey (1977).

6. Auld et coll. (1979).

serrés à court terme qu'on s'y attendait. Et l'ampleur des modifications temporaires qu'il fallait apporter aux taux d'intérêt pour maintenir la masse monétaire à l'intérieur de sa fourchette cible n'était pas suffisante pour influencer véritablement sur la production réelle ou les prix.<sup>7</sup>

Le fait que le lien entre l'évolution des agrégats monétaires et celle de l'inflation ne se soit pas avéré très étroit au fil du temps a conduit la Banque, en 1988, à proposer la recherche de la stabilité des prix comme point d'ancrage de sa politique monétaire<sup>8</sup>. Cette approche a débouché sur la formulation d'un cadre de maîtrise de l'inflation en 1991, dont l'un des objectifs clés était l'ancrage des attentes relatives à l'inflation.

Nous avons en effet compris qu'une fois bien arrimées, les attentes d'inflation aident à stabiliser la croissance de la production et de l'emploi, et favorisent ainsi des gains plus durables au chapitre des revenus réels.

## Les cibles d'inflation et le comportement de l'inflation

En février 1991, la Banque et le gouvernement canadien ont annoncé conjointement l'établissement d'une série de cibles de réduction de l'inflation.

Ces cibles visaient à ramener progressivement le taux d'inflation sur 12 mois à 2 %, le point médian de la fourchette cible, au plus tard en décembre 1995. Comme les résultats empiriques relatifs au Canada indiquaient que l'horizon approprié pour l'atteinte d'une cible d'inflation était d'environ 18 à 24 mois, la première échéance officielle à respecter (c.-à-d. une cible de 3 % ± 1 point de pourcentage) a été fixée à décembre 1992. Depuis, la cible d'inflation a été reconduite à trois reprises, la dernière fois jusqu'à la fin de 2006. Dans chaque cas, le point médian de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation a été maintenu à 2 %.

La mesure des prix choisie pour la cible était l'indice des prix à la consommation (IPC). Cet indice est bien

compris des travailleurs, des syndicats et des employeurs, en partie du fait qu'il sert au calcul des indemnités de vie chère. Pour guider ses opérations, cependant, la Banque utilise un indice qui mesure l'inflation fondamentale, appelé indice de référence<sup>9</sup>. Le recours à cet indice lui permet de se focaliser sur la tendance sous-jacente de l'inflation, sur laquelle la politique monétaire peut exercer une influence. Compte tenu des décalages qui séparent les interventions des autorités monétaires de leurs effets sur l'inflation, les chocs appelés à se dissiper en deçà de 18 à 24 mois ne sont généralement pas visés par les mesures prises par la banque centrale, à moins qu'ils ne se répercutent sur les attentes d'inflation.

Depuis l'adoption des cibles d'inflation, le taux d'accroissement des prix a nettement diminué. Ainsi, en janvier 1992, l'inflation avoisinait déjà 2 %, alors qu'elle avait dépassé les 5 % en moyenne entre 1988 et 1991. Bien que l'inflation se soit parfois rapprochée des limites de la fourchette cible — et qu'elle en ait dépassé la limite supérieure durant les premiers mois de 2003 —, à moyen terme, le taux d'inflation moyen est demeuré autour de 2 %. De fait, il s'est établi tout juste sous 2 % durant les années 1996 à 2002. Et non seulement le taux d'inflation a fléchi, mais il s'est stabilisé. Autrement dit, les écarts par rapport à la cible ne persistent pas. Quand l'inflation s'est éloignée du point médian de 2 %, elle est revenue vers lui à mesure que l'effet des chocs s'est estompé.

On ne s'étonnera pas que la Banque ait entrepris d'importantes recherches en vue de mieux comprendre la dynamique de l'inflation. Nous avons notamment étudié la persistance de l'inflation en tenant compte de changements possibles du régime d'inflation<sup>10</sup>. D'après les résultats obtenus, le processus d'inflation au Canada présente trois régimes distincts : un régime de persistance extrêmement forte et de taux d'inflation élevés, un autre de persistance relativement faible et de taux d'inflation modérés, et un dernier de faible persistance et de bas taux d'inflation. Dans le premier régime, qui a caractérisé les années 1970 et le début des années 1980, quand l'inflation s'inscrivait en hausse,

7. Thiessen (2000). Autrement dit, l'élasticité de la demande de M1 au taux d'intérêt était trop élevée. Dans la seconde moitié des années 1970, le point d'ancrage nominal de la politique monétaire était une série de fourchettes cibles concernant la croissance de M1. Celles-ci ont été abandonnées au début des années 1980, car le lien entre les variations de l'agrégat monétaire au sens étroit et les fluctuations de la dépense nominale s'était rompu. Un autre problème que posait l'utilisation de l'agrégat monétaire M1 comme cible de la politique monétaire concernait les répercussions incertaines de l'innovation financière, qui affaiblissait la relation entre M1 et les autres variables macroéconomiques.

8. Crow (1988).

9. Lorsque les cibles ont été établies, l'indice de référence de la Banque correspondait à l'IPC hors alimentation, énergie et effet des modifications des impôts indirects. Nous utilisons maintenant une mesure plus fine qui n'exclut que les huit composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. L'une des raisons pour lesquelles nous avons adopté cette nouvelle mesure de l'inflation fondamentale est qu'elle est un meilleur indicateur de l'inflation future que l'ancien indice (Macklem, 2001).

10. Ricketts et Rose (1995); Demers (2003).

elle avait tendance à rester à un haut niveau. Depuis, l'économie est passée successivement sous les deuxième et troisième régimes, l'inflation étant graduellement devenue beaucoup moins persistante. Sa persistance a en effet considérablement diminué au cours des années 1980 et a pour ainsi dire disparu vers la fin des années 1990<sup>11</sup>.

Cette réduction de la persistance de l'inflation résulte du changement du régime de politique monétaire, qui a favorisé la formation d'attentes d'inflation plus prospectives. L'analyse traditionnelle de l'arbitrage entre l'inflation et le chômage effectuée au moyen de la courbe de Phillips, toutefois, définit habituellement les attentes d'inflation comme la somme pondérée des valeurs passées de l'inflation<sup>12</sup>. Les chercheurs ont donc commencé récemment à intégrer des attentes prospectives dans cette analyse. Une étude portant sur différents pays de l'OCDE dotés de cibles d'inflation montre que, depuis l'adoption de ces dernières, les attentes d'inflation sont devenues plus prospectives et qu'elles sont ancrées autour des cibles officielles<sup>13</sup>. Dans nos propres recherches empiriques concernant le Canada, nous avons également observé que le caractère prospectif des attentes s'est accentué<sup>14</sup>.

Autre fait digne de mention, l'inflation au Canada est devenue moins incertaine ou, en d'autres termes, plus prévisible. Après les chocs pétroliers survenus durant les années 1970, la variabilité de l'inflation a fortement augmenté. Bien qu'elle se soit atténuée pendant les années de la Commission de lutte contre l'inflation, elle s'est à nouveau inscrite en hausse au cours des années 1980. La variabilité de l'inflation a cependant chuté de près des trois quarts entre la décennie 1980 et

la seconde moitié des années 1990<sup>15</sup>. Cette réduction liée au climat de basse inflation permet aux gens d'adopter une perspective à long terme en matière de planification, ce qui entraîne une meilleure affectation des ressources économiques et financières.

Au Canada, la politique monétaire a clairement gagné en crédibilité au fil des ans. Les données recueillies jusqu'au milieu des années 1990 ne permettaient pas d'établir un lien clair entre la poursuite de cibles d'inflation explicites et l'amélioration de la crédibilité des banques centrales, même si celle-ci s'était accrue dans les pays s'étant dotés de telles cibles<sup>16</sup>. Les données plus récentes portent à croire que l'adoption de cibles d'inflation a effectivement rempli un rôle important à cet égard. Depuis le milieu des années 1990, par exemple, les taux d'inflation attendus à long terme se sont repliés près du point médian de la fourchette visée, lequel est d'ailleurs voisin de la moyenne de l'inflation<sup>17</sup>.

Les attentes des prévisionnistes et des entreprises ont commencé à se rapprocher des cibles peu après l'entrée en vigueur de ces dernières<sup>18</sup>. Le mouvement a débuté par les attentes à l'horizon de deux ans, pour ensuite s'étendre à celles dont l'horizon est de six à dix ans. En 1997, le taux d'inflation attendu à long terme sur les marchés financiers, soit l'écart entre le rendement des obligations classiques à 30 ans et celui des obligations indexées de même échéance, était descendu à la cible de 2 %. Depuis ce temps, il est demeuré fermement arrimé à celle-ci, malgré les divers chocs qui ont frappé l'économie canadienne. Voilà qui contraste vivement avec les périodes précédentes, où les attentes étaient assez étroitement liées aux taux d'inflation récemment observés<sup>19</sup>. Ce comportement différent ne peut certainement pas être attribué à une diminution du nombre de chocs économiques, puisqu'en quelques années, nous avons été témoins coup sur coup de crises économiques en Asie et en Russie, de chocs pétroliers et des attentats tragiques du 11 septembre 2001 aux États-Unis. Les attentes d'inflation sont pourtant restées fermement arrimées,

11. St-Amant et Tessier (1998) constatent que c'est également le cas dans d'autres grands pays, qu'ils aient ou non adopté des cibles d'inflation.

12. La contrainte selon laquelle la somme de ces retards est égale à un est généralement imposée afin qu'il n'y ait pas d'arbitrage à long terme entre l'inflation et le chômage.

13. Clifton, Leon et Wong (2001).

14. Khalaf et Kichian (2003). Comme les courbes de Phillips traditionnelles sont des équations de forme réduite, les changements apportés au régime de politique monétaire peuvent nuire à leur utilité aux fins de l'analyse des politiques (la « critique de Lucas »). À la Banque, nous avons donc aussi cherché à savoir si la courbe de Phillips des nouveaux économistes keynésiens représente adéquatement la dynamique de l'inflation au Canada. Guay, Luger et Zhu (2002) ont conclu que non, mais leurs travaux font ressortir qu'il est important d'inclure des attentes prospectives dans l'analyse. Des recherches ont également été entreprises en vue d'évaluer ce qu'il est convenu d'appeler la courbe de Phillips à rigidité informationnelle, en se fondant sur le principe que les entreprises modifient les prix lentement en raison des coûts liés à l'acquisition de nouvelles informations utiles à la prise de décisions. Voir Khan et Zhu (2002).

15. Cette variabilité se mesure au moyen de l'écart-type de l'inflation, qui est passé d'environ 3 dans les années 1980 à 0,7 dans la seconde moitié des années 1990.

16. Johnson (1997).

17. Kozicki et Tinsley (2002). En outre, il semble que les attentes d'inflation à long terme soient mieux arrimées au Canada qu'aux États-Unis.

18. Perrier et Amano (2000).

19. Dodge (2002a).

contrairement à ce qui s'était passé antérieurement. Cela montre bien le rôle important de la politique monétaire dans l'ancrage de ces attentes.

D'une manière générale, la thèse selon laquelle la crédibilité grandissante des cibles d'inflation a transformé la nature du processus d'inflation est bien étayée. L'inflation semble réagir moins fortement, à court terme, aux excédents de l'offre et de la demande et paraît moins sensible aux variations des prix relatifs, telles que les fluctuations du taux de change et des cours de l'énergie. Cette évolution a permis de renforcer la stabilité du processus d'inflation et, partant, celle de l'inflation elle-même. Et l'environnement macroéconomique est devenu à son tour plus stable.

En maintenant les taux moyens d'inflation près de la cible visée et en faisant savoir que la Banque réagit de manière symétrique aux chocs qui font dévier l'inflation de la cible, dans un sens ou dans l'autre, nous avons réussi à contenir les attentes relatives à l'inflation. En outre, dans un contexte où un régime monétaire crédible réduit l'incertitude face à l'inflation, il y a moins de risques d'erreurs de prévision dans le processus de négociation des salaires. Les travailleurs sont donc moins susceptibles d'alimenter la spirale des salaires et des prix en réclamant des hausses salariales additionnelles pour se protéger contre le risque d'une recrudescence inattendue de l'inflation, et les employeurs ont moins tendance à accéder à de telles demandes. De même, les employeurs et les travailleurs font abstraction des périodes où le taux d'inflation tombe sous la cible. Par conséquent, le niveau des salaires est davantage fonction des conditions réelles de chaque secteur d'activité. Et les travailleurs et les syndicats peuvent mieux se concentrer sur les facteurs réels, tels que la productivité, propres à faire progresser les revenus et le niveau de vie.

## **Cibles d'inflation : le taux d'inflation visé est-il trop faible?**

Passons maintenant à la question de savoir si, comme le craignent certains analystes, le taux d'inflation visé est trop faible.

Au Canada comme ailleurs, les cibles d'inflation adoptées sont généralement différentes de zéro. L'un des arguments invoqués pour défendre ce choix est que les salaires nominaux sont rigides à la baisse ou, plus précisément, qu'il faut un peu d'inflation pour « lubrifier les rouages » du marché du travail en présence de salaires nominaux rigides. Certains soutiennent par conséquent que le taux d'inflation à

atteindre devrait se situer entre 2 et 4 % afin de faciliter l'ajustement des salaires réels<sup>20</sup>. Vous vous rappellerez que la fourchette visée au Canada va de 1 à 3 %.

L'un des postulats à la base de cet argument est que l'inflation permet aux entreprises de hausser le salaire réel des employés qui accroissent leur productivité et de réduire celui des employés qui ne sont pas aussi productifs sans avoir à diminuer leur salaire nominal<sup>21</sup>. Ainsi, pour que les entreprises puissent apporter les rajustements souhaités aux salaires réels en cas de baisse de la demande, l'inflation devrait être supérieure à zéro. Sinon, le chômage augmenterait, peut-être à un rythme croissant, à mesure que le taux d'inflation se rapprocherait de zéro, du fait que les entreprises devraient licencier du personnel pour comprimer la masse salariale au niveau désiré.

Pourquoi les salaires nominaux seraient-ils rigides à la baisse? En raison notamment de l'illusion monétaire, dont seraient victimes par exemple les travailleurs qui refusent des baisses de salaire nominal, alors qu'ils ont sans doute déjà subi dans le passé une réduction de leur salaire réel d'une ampleur comparable à cause de l'inflation. Il se peut aussi que, de leur côté, les entreprises rechignent à diminuer les salaires nominaux pour des raisons d'équité. Elles peuvent également estimer que de telles baisses limiteraient leur capacité d'attirer de bons candidats, ou bien se traduiraient par un taux de démission élevé.

À première vue, la question de la rigidité à la baisse des salaires nominaux semble bien peu concerner le Canada<sup>22</sup>. Comme je vais l'expliquer plus loin, durant la deuxième moitié des années 1990, le taux de chômage a fortement baissé même si l'inflation s'était stabilisée aux alentours de 2 %.

La question est de savoir à quelle hauteur établir la cible au-dessus de zéro. Elle appelle une réponse empirique concernant le degré effectif de rigidité à la baisse des salaires nominaux. Observe-t-on au Canada une résistance telle aux baisses de salaire nominal qu'il faille en conclure que le taux d'inflation de 2 % que nous visons actuellement est trop faible?

Pendant la période qui a précédé la reconduction de la cible d'inflation, en mai 2001, la Banque a effectué des recherches considérables sur le sujet au moyen de

20. Fortin (1996); Akerlof, Dickens et Perry (1996); Fortin, Akerlof, Dickens et Perry (2002).

21. Tobin (1972).

22. Thiessen (1996-1997).

divers outils et testé un certain nombre d'hypothèses pour déterminer l'importance de la rigidité des salaires nominaux au pays<sup>23</sup>.

Une façon d'étudier l'incidence probable d'une rigidité à la baisse des salaires nominaux est de tenter de déduire la forme de la courbe de distribution des salaires en l'absence de rigidité. Dans l'ensemble, les recherches menées dans cet esprit indiquent que la rigidité des salaires nominaux ne constitue pas une caractéristique importante du marché canadien du travail. Les gels de salaires sont certes relativement plus fréquents lorsque le taux d'inflation est bas, mais ce résultat était prévisible puisque la moyenne de la distribution des variations salariales est fonction du taux d'inflation. Les estimations économétriques donnent à penser que l'effet net de la rigidité sur la croissance des salaires dans les années 1990 s'est établi, pour ce qui est des employés syndiqués du secteur privé, entre 0,07 et 0,18 % seulement<sup>24</sup>.

Il importe d'ajouter que l'apparente rigidité des salaires nominaux pourrait aussi résulter de la présence de coûts fixes liés à une modification des échelles de rémunération, coûts qui s'apparentent aux « coûts d'étiquetage » et que les entreprises peuvent souhaiter éviter à moins qu'un rajustement marqué des salaires ne s'avère indispensable<sup>25</sup>. Les estimations de la rigidité que je viens d'évoquer intègrent ces effets.

Un autre axe de recherche concerne les répercussions sur l'emploi de la rigidité à la baisse des salaires nominaux au Canada. La littérature est relativement peu abondante dans ce domaine. En outre, les estimations de l'incidence de la rigidité des salaires nominaux sur l'emploi ont tendance à être sensibles à la formulation des modèles utilisés, qui se composent généralement d'équations de forme réduite liant les variations de la croissance de l'emploi à celles de la croissance de la production et à une variable qui représente les réductions ou gels de salaires. Néanmoins, dans l'ensemble, ces études ne confirment pas l'existence de fortes retombées négatives sur l'emploi<sup>26</sup>.

23. Voir le document d'information technique 1 relatif à la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation, daté de mai 2001, qui se trouve à l'adresse <http://www.banqueducanada.ca/fr/presse/annexe1f.pdf>.

24. Crawford (2001); Crawford et Wright (2001).

25. D'ailleurs, les données font état de peu de variations salariales de faible ampleur (à la hausse ou à la baisse).

26. Simpson, Cameron et Hum (1998) relèvent des effets relativement importants, mais Farès et Hogan (2000) et Faruqui (2001) démontrent qu'une fois prise en compte la possibilité d'endogénéité entre les gels de salaires et la croissance de la production, l'incidence de la rigidité s'avère négligeable.

Les travaux de recherche que j'ai cités se fondent principalement sur les données relatives aux augmentations accordées aux employés syndiqués dans le cadre de conventions collectives. Il reste donc à savoir si leurs résultats sont généralisables à tous les travailleurs du pays. Certains faits portent à croire que les données se rapportant aux conventions collectives surestiment l'ampleur de la rigidité des salaires nominaux dans l'économie, puisque les salaires de base des employés non syndiqués sont habituellement plus flexibles<sup>27</sup>. Par exemple, les petites entreprises ont tendance à avoir des pratiques plus souples en matière de rémunération et, pour les employeurs qui l'appliquent, le principe de la rémunération variable, qui comprend les ajustements aux gammes d'avantages sociaux proposés, offre plus de latitude pour modifier les salaires nominaux.

Pour étudier la rigidité à la baisse des salaires nominaux, il est possible d'utiliser non seulement des données microéconomiques, mais aussi des données globales, qui permettront d'examiner l'incidence du chômage ou de l'écart de production sur l'inflation — autrement dit, la pente de la courbe de Phillips. Si les salaires nominaux sont rigides à la baisse, on devrait observer un aplatissement de cette courbe en période d'offre excédentaire pendant les années 1990, où le taux d'inflation était peu élevé. Cependant, les recherches réalisées sur le sujet n'étaient pas cette hypothèse<sup>28</sup>.

Une autre hypothèse qui a été testée avec des données globales est celle de la détermination « quasi rationnelle » des salaires. D'après cette dernière, les employés et les entreprises ne se soucieraient plus autant de l'inflation lorsqu'elle est faible et n'intégreraient donc pas complètement les petites variations de celle-ci dans leurs attentes d'inflation<sup>29</sup>. Les défenseurs de cette approche soutiennent qu'il serait possible de maintenir le taux de chômage en-deçà du taux d'équilibre pour toute une gamme de taux d'inflation bas et modérés. Aussi devrait-on choisir comme cible un taux d'inflation positif.

Le raisonnement n'est toutefois pas sans faille. On imagine mal pourquoi des agents économiques resteraient indéfiniment aveugles à l'incidence négative d'un bas taux d'inflation<sup>30</sup>. Celle-ci serait

27. Crawford et Harris (1997).

28. Farès et Lemieux (2000).

29. Akerlof, Dickens et Perry (2000).

30. O'Reilly (1998).

sans doute minime sur une seule période, mais elle s'amplifierait au fil du temps, ce qui devrait pousser les agents à adopter un comportement tout à fait rationnel en matière de salaires et de prix. Peu d'auteurs se sont penchés sur la question au Canada. Les seuls travaux dont on dispose aboutissent à des estimations anormalement élevées de la proportion d'agents quasi rationnels lorsque le taux d'inflation est de 3 %<sup>31</sup>.

Pour résumer, il ne semble pas que la rigidité à la baisse des salaires nominaux ou la quasi-rationalité des agents en matière d'établissement des salaires entrave l'ajustement des salaires au taux d'inflation de 2 % visé actuellement. De même, peu d'éléments concrets indiquent que la poursuite d'une cible inférieure à 2 % déboucherait sur une amélioration perceptible du comportement des agents économiques. Les attentes d'inflation étant bien arrimées autour de 2 %, nous avons jugé approprié de maintenir la cible à ce niveau<sup>32</sup>.

## La tenue du marché canadien du travail

Dans cette partie de ma conférence, nous allons voir que le marché du travail fonctionne mieux qu'il y a dix ans, et encore mieux qu'au moment où la Commission de lutte contre l'inflation a cessé ses activités en 1978.

*Premièrement*, comme je l'ai mentionné, le taux d'inflation a été ramené à un niveau bas, stable et prévisible. La croissance des salaires nominaux s'en est trouvée modifiée<sup>33</sup>. Elle s'est ralentie, tout comme l'inflation. Depuis l'adoption de cibles d'inflation, les salaires nominaux ont progressé de quelque 4 % par

année en moyenne, contre environ 14 % durant les années 1970 et 8 % dans les années 1980<sup>34</sup>.

De plus, la distribution des variations salariales se resserrait à mesure que l'inflation devenait plus prévisible. Il y a au moins deux raisons pour lesquelles il pouvait en être ainsi. D'abord, il existerait, d'après les études sur le sujet, un lien étroit entre la montée de l'inflation et celle de l'incertitude qui entoure l'inflation. En période d'incertitude accrue concernant l'inflation, les entreprises et les travailleurs risquent d'établir les rajustements à un niveau inapproprié et d'amplifier ainsi la dispersion des variations salariales<sup>35</sup>. On devrait donc observer l'inverse lorsqu'il y a recul de l'inflation et de l'incertitude relative à celle-ci. Je reviendrai sur la question dans quelques instants. Ensuite, la dispersion entre les accords salariaux pourrait avoir diminué du fait que la rigidité à la baisse des salaires nominaux viendrait tronquer la distribution en imposant un plancher salarial. Comme nous l'avons déjà vu, ce phénomène ne semble pas avoir joué un rôle prépondérant au Canada.

À l'opposé, d'aucuns avancent que la distribution des variations des salaires relatifs se rétrécit en période d'accélération de l'inflation. Ils postulent essentiellement que la montée de l'inflation incite les travailleurs, soucieux de se prémunir contre les hausses inattendues de l'inflation, à réclamer l'indexation des salaires, soit explicitement par l'intégration de clauses d'indemnité de vie chère à leurs contrats de travail, soit implicitement lors des négociations avec leurs employeurs<sup>36</sup>.

L'évolution de la dispersion des salaires en cas de recul de l'inflation et de l'incertitude entourant celle-ci doit manifestement être déterminée empiriquement. C'est un fait stylisé de l'économie canadienne que la variance des augmentations de salaire des travailleurs syndiqués du secteur privé a chuté d'environ les deux tiers à mesure que l'inflation perdait du terrain<sup>37</sup>.

31. Fortin et Dumont (2001). Les résultats de leur étude impliquent que moins de la moitié des agents tiennent compte de l'inflation lorsque celle-ci avoisine 3 %.

32. Voir le document d'information technique 1 relatif à la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation, daté de mai 2001.

33. La relation observée entre les fluctuations des salaires nominaux et celles des prix nous amène inévitablement à nous interroger sur le sens de la causalité entre ces deux variables. La nature de la dynamique en cause a suscité beaucoup de débats au fil des ans. Dans les années 1970, il était largement admis que la hausse des salaires nominaux conduisait à celle des prix, en raison principalement des efforts de « rattrapage salarial » des travailleurs et des syndicats, qui réclamaient des augmentations supplémentaires pour se protéger de l'inflation inattendue pendant la durée de leurs contrats de travail et pour obtenir la parité avec d'autres secteurs de l'économie, comme le secteur public. Dans un tel contexte, les directives émanant de la Commission de lutte contre l'inflation concernant la fixation des salaires étaient perçues comme un instrument utile pour la maîtrise de l'inflation. Les travaux de recherche menés par la Banque depuis lors semblent indiquer que le lien de causalité va essentiellement des prix aux salaires et non l'inverse. Voir Cozier (1992).

34. Ces chiffres correspondent aux taux annuels moyens de croissance que l'ensemble de la rémunération des salariés et du revenu supplémentaire du travail ont connu en termes nominaux durant les périodes 1971-1980, 1981-1990 et 1991-2000, d'après le système de comptabilité nationale.

35. Groshen et Schweitzer (1999).

36. Hammermesh (1986).

37. Crawford (2001). Au début des années 1980, l'écart-type annuel des augmentations de salaire dans le secteur privé canadien s'établissait tout juste au-dessus de 3 %. En 2000, il était descendu à environ 1 %. Les données proviennent d'une base qui est tenue par Développement des ressources humaines Canada et qui porte sur les accords conclus dans les entreprises syndiquées. Il faut noter que les conventions collectives signées dans le secteur public sont exclues de la présente analyse. Ces données sont en effet faussées par le gel salarial que les divers ordres de gouvernement ont imposé à leurs employés syndiqués dans les années 1990, dans leurs efforts pour réduire les déficits budgétaires.

Même si certains y ont vu la conséquence possible d'une plus grande rigidité à la baisse des salaires nominaux, nous savons qu'il n'en est rien, car la distribution des variations salariales au-dessus de la médiane s'est elle aussi fortement resserrée. De plus, il est devenu évident que les salaires ne réagissent plus rapidement aux fluctuations importantes des prix relatifs, comme celles qu'ont entraînées les chocs pétroliers ou, tout récemment, la majoration des primes d'assurance automobile. Voilà qui donne à penser que les salaires relatifs tendent à mieux traduire les particularités de l'offre et de la demande dans chaque secteur, ce qui représente un immense progrès dans le fonctionnement du marché canadien du travail. Cependant, force est de reconnaître que les recherches sur le sujet sont encore embryonnaires et qu'il serait utile de pousser davantage l'analyse.

*Deuxièmement*, on a observé dans les années 1990 un allongement appréciable de la durée moyenne des contrats de travail des employés syndiqués du secteur privé. Celle-ci a augmenté de près de dix mois par rapport aux années 1980<sup>38</sup>.

Ce bond s'explique en partie par le recul de l'incertitude dans l'économie, lui-même attribuable à celui de la variabilité de l'inflation. Des études théoriques réalisées à la fin des années 1970 et au début des années 1980 ont montré qu'une réduction de cette incertitude devrait donner lieu à un allongement des contrats de travail<sup>39</sup>. Des recherches empiriques menées au début des années 1980 sur le Canada sont venues conforter les conclusions des théoriciens<sup>40</sup>.

En recourant à plusieurs mesures de l'incertitude relative à l'inflation, des chercheurs de la Banque du Canada sont parvenus à confirmer la présence d'une relation négative robuste entre cette incertitude et la durée des contrats de travail des employés syndiqués du secteur privé<sup>41</sup>. En d'autres termes, l'atténuation

de l'incertitude quant à l'inflation s'est accompagnée d'un allongement des contrats. De fait, on estime qu'une diminution de un point de pourcentage de l'incertitude a pour effet d'accroître d'environ deux mois leur durée<sup>42</sup>. L'allongement des contrats de travail permet de libérer des ressources qui, autrement, seraient affectées à la conduite des négociations et, partant, de réduire les coûts de transaction.

Autre observation intéressante, la proportion des contrats de travail passés dans le secteur privé qui comportent des clauses d'indemnité de vie chère est restée plutôt stable au cours de la dernière décennie, en dépit de l'accroissement de la durée des contrats<sup>43</sup>. Il semble que les syndicats ayant obtenu l'intégration de telles clauses tiennent à les conserver, même si ces dernières sont rarement invoquées.

Les syndicats, on le sait, ne négocient pas que les salaires et les clauses d'indemnité de vie chère. Au début des années 1990, leur attention s'est portée davantage sur la sécurité d'emploi de leurs membres face à la faiblesse de la demande globale, au recours grandissant à la sous-traitance et à la tendance des entreprises à engager des employés temporaires pour comprimer leurs coûts<sup>44</sup>. Il semble donc que l'incertitude entourant l'évolution des variables réelles de l'économie ait pris plus de relief à cette époque. Les travaux de la Banque n'apportent toutefois aucune justification empirique à l'hypothèse selon laquelle ce type d'incertitude influencerait sur la durée des contrats de travail<sup>45</sup>.

*Troisièmement*, le niveau bas, stable et prévisible de l'inflation a également eu pour effet positif de rapprocher les attentes d'inflation des travailleurs et des employeurs, ce qui a réduit la fréquence des grèves et,

38. En 1980, la durée moyenne des contrats de travail dans l'ensemble du secteur privé s'établissait à environ 27 mois. En 2001, elle était passée à quelque 36 mois.

39. Gray (1978) et Canzoneri (1980).

40. Depuis ce temps, les progrès de l'économétrie ont permis aux chercheurs d'élaborer des variables d'incertitude mieux définies et, par conséquent, de mesurer l'incidence de l'incertitude relative à l'inflation sur la durée des contrats de travail. Dans une étude empirique de Christofides et Wilton (1983), par exemple, l'incertitude entourant l'inflation était calculée par régression sur échantillon mobile. Grâce aux nouvelles techniques élaborées depuis, telles que les modèles autorégressifs conditionnellement hétéroscédastiques (ARCH), les chercheurs ont affiné les variables d'incertitude.

41. Fay et Lavoie (2002).

42. La mesure de l'incertitude relative à l'inflation (l'écart-type de l'inflation) sur laquelle se fonde ce résultat est tirée d'un modèle ARCH. Les résultats diffèrent selon le type de mesure retenu.

43. Dans les années 1980, la proportion des contrats de travail qui contenaient des clauses d'indemnité de vie chère atteignait 32 % en moyenne dans le secteur privé. Cette proportion est tombée à 25 % en moyenne dans les années 1990. Dans le secteur public, le pourcentage des contrats comportant de telles clauses a chuté de façon marquée au début des années 1990, pour ensuite se stabiliser entre 1 et 7 %.

44. Le taux de syndicalisation est un bon indicateur de l'importance des syndicats au sein de l'économie. D'après les données canadiennes, la proportion des travailleurs syndiqués a peu changé au pays. Le taux de syndicalisation s'établissait en moyenne à quelque 36 % dans les années 1980 et juste un peu au-dessous dans les années 1990. Il a cependant amorcé une décline à partir de 1997 pour terminer la décennie à environ 33 %.

45. Fay et Lavoie (2002). Voir également Murphy (2000), Rich et Tracy (2000) ainsi que Wallace (2000) pour les résultats relatifs aux États-Unis.

par conséquent, les pertes de production. Durant la période allant du début au milieu des années 1970, où le taux d'inflation dépassait les 10 % et où l'incertitude était grande, le nombre de jours-personnes perdus pour cause de grève a atteint un sommet. Depuis ce temps, il affiche une tendance à la baisse; il a chuté du tiers environ entre les années 1970 et 1980 et à nouveau de plus de 50 % entre 1991 et 2000 par rapport à la décennie précédente. Cela représente un gain net pour les travailleurs et pour tous les Canadiens.

Quatrièmement, et cet élément est très important, la croissance de la production a aussi affiché une plus grande stabilité<sup>46</sup>. Plusieurs explications ont été avancées à ce sujet, notamment une meilleure gestion des stocks. La conduite de la politique monétaire a certainement joué un rôle capital. En réagissant de façon prompt et symétrique aux chocs de demande et en se concentrant sur la tendance fondamentale de l'inflation — et donc en ne faisant aucun cas des chocs inflationnistes passagers, à moins qu'ils n'influent sur les attentes d'inflation —, la politique monétaire favorise une stabilité accrue de la croissance de la production.

La croissance de la production étant plus stable, la progression de l'emploi l'a aussi été davantage et la volatilité du taux de chômage a régressé<sup>47</sup>. Accessoirement, d'autres facteurs peuvent également avoir joué. Par exemple, le recours à des modes de rémunération variable se serait accentué au fil des ans<sup>48</sup>. Les programmes de rémunération variable permettent aux entreprises de procéder à des rajustements de la rémunération plutôt qu'à des mises à pied lorsque surviennent des chocs négatifs, ce qui encourage la stabilité de l'emploi. Il convient également de noter que les nouvelles pratiques de rémunération qui lient le rendement individuel aux résultats de l'entreprise sont aussi venues soutenir l'amélioration de la productivité<sup>49</sup>.

La stabilité accrue de la croissance de la production a rendu possibles une hausse du taux d'activité et du ratio de l'emploi à la population ainsi qu'une baisse

du taux de chômage. Le taux d'activité et le ratio de l'emploi à la population ont atteint des niveaux records au Canada cette année. De plus, la hausse du taux d'emploi a facilité l'élévation de notre niveau de vie et reflète l'excellent fonctionnement des rouages du marché du travail. Terre-Neuve a aussi vu les taux d'activité et d'emploi de sa population se hisser à des niveaux records, bien que ceux-ci restent inférieurs à la moyenne nationale.

La situation actuelle tranche avec celle de la fin des années 1980 et du début des années 1990, période où le pays était en proie à des difficultés économiques qui exigeaient des mesures et des ajustements pénibles. Entre autres, il fallait réduire l'inflation et venir à bout des déficits publics. J'ai parlé ailleurs des liens entre les politiques monétaire et budgétaire<sup>50</sup>. D'une manière générale, un effort gigantesque a été déployé pour redresser le cadre macroéconomique du pays (c.-à-d. les politiques monétaire et budgétaire), et nous en récoltons aujourd'hui les fruits.

Certes, une partie des progrès constatés sur le marché du travail s'explique aussi par un certain nombre d'autres décisions difficiles prises par les pouvoirs publics, encore qu'il soit malaisé de cerner la contribution particulière de chacune. Ainsi, des modifications ont été apportées aux caractéristiques institutionnelles de ce marché, dans le cadre par exemple de la réforme du régime d'assurance-chômage. L'entrée en vigueur de l'accord de libre-échange avec les États-Unis et de l'ALENA a aussi aidé à accroître l'efficacité des marchés. Ce qu'il importe de retenir, ici, c'est que toutes les politiques ont concouru au même résultat, à savoir l'amélioration du marché de l'emploi.

J'aimerais maintenant dire un mot des perspectives en matière de croissance du revenu<sup>51</sup>. L'expansion du revenu global est déterminée en grande partie par le taux d'accroissement de la productivité du travail,

46. Debs (2001).

47. La variabilité est mesurée au moyen de l'écart-type affiché par chacune de ces variables au cours des années 1980 et 1990.

48. Crawford et Harrison (1997). Comme le souligne également le Conference Board du Canada (2002), bien que le salaire de base représente le principal élément de la rémunération globale, il constitue une part décroissante de celle-ci depuis quelques années. En effet, 87 % des employeurs canadiens offraient au moins une forme de rémunération variable en 2002. Les mesures d'encouragement les plus courantes étaient, pour le court terme, les primes en argent et, pour le long terme, les options d'achat d'actions.

49. Lebow et coll. (1999).

50. Dodge (1998 et 2002b).

51. L'une des façons d'aborder la question est de considérer la part du revenu national attribuable au travail. Depuis la fin des années 1970, celle-ci avoisine 64 % et n'affiche aucune tendance particulière. Elle avait vivement augmenté au début des années 1990, parallèlement à la chute des profits durant la récession et à la montée des charges sociales. Au sortir de cette période, les profits se sont inscrits en hausse, et la part du revenu attribuable au travail s'est amenuee. Lorsque la part du revenu du travail dans le PIB est stable, on peut s'attendre à ce que le rythme de croissance de ce revenu équivaille à peu près à celui du PIB nominal. Grosso modo, le PIB nominal s'accroît d'environ 5 % en moyenne par année à moyen terme (l'inflation comptant pour 2 % et la croissance moyenne de la production potentielle pour 3 %). La progression du revenu du travail peut être décomposée en gros en une augmentation de 1 % du facteur travail (nombre d'heures-personnes) et une hausse de 4 % de la rémunération de la main-d'œuvre par heure-personne. Voir l'article de Longworth (2003).

lequel s'est établi, pour l'ensemble de l'économie, à environ 1,4 % par an entre 1970 et 1997. Ce taux s'est ensuite accéléré pour atteindre 1,8 % en moyenne de 1997 à 2002. S'il demeure bien au-dessous de celui des États-Unis, son augmentation est néanmoins un signe encourageant. De fait, grâce à l'essor des investissements en machines et matériel et en technologies de la communication à la fin des années 1990, ainsi qu'à de saines politiques économiques, la productivité continuera sans doute de progresser à un rythme rapide à court et à moyen terme. De plus, comme je l'ai déjà souligné, la Banque du Canada joue un rôle important à cet égard en maintenant le taux d'inflation à un niveau bas, stable et prévisible, qui est propice à l'innovation, à la prise de risques et à l'investissement<sup>52</sup>.

## La conduite de la politique monétaire

Mais maintenir l'inflation au taux visé de 2 % n'est pas une tâche facile. Et il arrive que l'inflation s'écarte temporairement de la cible en raison d'événements et de chocs imprévus. Nous l'avons bien vu cette année.

Au début de 2003, l'inflation dépassait de beaucoup la cible de 2 % et les attentes d'inflation à court terme s'étaient orientées à la hausse. Bien que des facteurs spéciaux tels que le vif relèvement des cours du pétrole et des primes d'assurance automobile aient fait monter l'inflation, des signes montraient que les pressions sur les prix étaient en train de se généraliser sous l'effet de la vigueur de la demande intérieure. Depuis, toutefois, l'activité s'est ralentie davantage que prévu, le taux d'accroissement de l'indice de référence est redescendu à 1,8 % et les indicateurs des attentes relatives à l'inflation ont presque tous fléchi. Nous avons bien anticipé un recul de cette mesure de l'inflation, mais, par suite de plusieurs imprévus, ce repli s'est produit plus tôt et a été plus prononcé que ce que nous avions projeté en avril dernier. Au nombre de ces imprévus figuraient une atténuation un peu plus rapide qu'escompté des pressions provoquées par la majoration des primes d'assurance automobile et les rabais consentis dans certaines branches du secteur tertiaire consécutivement à la crise du syndrome respiratoire aigu sévère (SRAS). La dépréciation marquée du dollar américain a également contribué à la faiblesse des prix des biens au Canada. Le niveau moyen auquel s'est établi le dollar canadien par rapport au billet vert durant les derniers mois est bien supérieur au cours de 69 cents É.-U. affiché en avril.

52. Dodge (2002c).

L'appréciation du dollar canadien est manifestement un facteur important, que nous pesons attentivement, à la Banque, au moment d'évaluer la situation économique et les risques qui entachent nos projections. D'autre part, nous suivons toujours de près l'évolution sur d'autres fronts, comme la reprise un peu plus vigoureuse que prévu de la demande mondiale qui est en cours actuellement.

Dans cet ordre d'idées, si nous en venions à conclure que les effets de l'appréciation du dollar canadien pourraient l'emporter sur ceux du raffermissement de la demande mondiale, ou que cette dernière est en train de faiblir, nous ferions le nécessaire pour stimuler la demande intérieure de manière à ramener l'inflation à la cible de 2 % à l'horizon de 18 à 24 mois. Nous réduirions en l'occurrence les taux d'intérêt. Comme je l'ai mentionné récemment devant le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce, la Banque continue de soupeser toutes les implications des événements passés — intérieurs et extérieurs — au Canada.

C'est à ce genre d'analyse, et à cette évaluation le plus souvent difficile de l'évolution à venir de la conjoncture, que la Banque doit se livrer à l'approche de chaque date d'établissement des taux directeurs.

## Conclusion

Permettez-moi maintenant de conclure. Les changements touchant à la conduite des politiques monétaire et budgétaire et l'importance accrue accordée aux politiques structurelles ont eu, ensemble, un effet bénéfique sur la tenue du marché du travail au Canada.

La contribution particulière de la Banque a été d'arrimer les attentes d'inflation à la cible de 2 %. En diminuant l'incertitude à l'égard de l'inflation, le cadre de conduite de la politique monétaire aide les entreprises et les travailleurs à prendre de meilleures décisions. Ainsi, la négociation salariale peut se focaliser sur des facteurs pertinents tels que la croissance de la productivité, sans que la menace d'une inflation variable ne vienne brouiller les cartes. Le processus de négociation est plus efficace, avec pour conséquences une réduction des coûts de transaction, une baisse des pertes de production<sup>53</sup> et une répartition plus productive de la main-d'œuvre au sein de l'économie.

Ces conditions ont favorisé l'émergence d'un environnement économique propice à la hausse du taux d'emploi, à la progression du taux d'activité et au recul du chômage.

53. Longworth (2002).

## Bibliographie

- Akerlof, G., W. Dickens et G. Perry (1996). « The Macroeconomics of Low Inflation », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1, p. 1-76.
- (2000). « Near-Rational Wage and Price Setting and the Long-Run Phillips Curve », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1, p. 1-60.
- Auld, D. A. L., L. N. Christofides, R. Swidinsky et D. A. Wilton (1979). « The Impact of the Anti-Inflation Board on Negotiated Wage Settlements », *Revue canadienne d'économie*, vol. 12, p. 195-213.
- Canzoneri, M. (1980). « Labour Contracts and Monetary Policy », *Journal of Monetary Economics*, vol. 6, p. 241-255.
- Christofides, L. N., et D. Wilton (1983). « The Determinants of Contract Length — An Empirical Analysis Based on Canadian Micro Data », *Journal of Monetary Economics*, vol. 12, p. 309-319.
- Clifton, E. V., H. Leon et C. H. Wong (2001). « Inflation Targeting and the Unemployment-Inflation Trade-off », document de travail n° WP/01/166, Washington, Fonds monétaire international.
- Conference Board du Canada (2002). *Compensation Planning Outlook 2003*, Conference Board du Canada.
- Cozier, B. (1992). *Wage and Price Dynamics in Canada*, Rapport technique n° 56, Ottawa, Banque du Canada.
- Crawford, A. (2001). « How Rigid Are Nominal-Wage Rates? », document de travail n° 2001-8, Banque du Canada.
- Crawford, A., et A. Harrison (1997). « La détection de la rigidité à la baisse des salaires nominaux ». In : *Stabilité des prix, cibles en matière d'inflation et politique monétaire*, actes d'un colloque tenu à la Banque du Canada en mai 1997, Ottawa, Banque du Canada, p. 193-236.
- Crawford, A., et G. Wright (2001). « Downward Nominal-Wage Rigidity: Micro Evidence from Tobit Models », document de travail n° 2001-7, Banque du Canada.
- Crow, J. (1988). « La politique monétaire à l'œuvre au Canada », conférence donnée sous les auspices de la Fondation Eric J. Hanson, Université de l'Alberta, Edmonton, *Revue de la Banque du Canada* (février), p. 3-17.
- Debs, A. (2001). « Testing for a Structural Break in the Volatility of Real GDP Growth in Canada », document de travail n° 2001-9, Banque du Canada.
- Demers, F. (2003). « The Canadian Phillips Curve and Regime Shifting », document de travail n° 2003-32, Banque du Canada.
- Dodge, D. A. 1976. « Reflections on the Causes of Inflation in Canada and Methods of Control », Waterloo Conference on Pre-University Education in Economics, Waterloo University, Fondation canadienne d'éducation économique.
- (1998). « Reflections on the Role of Fiscal Policy: The Doug Purvis Memorial Lecture », *Analyse de Politiques*, vol. 24, p. 275-289.
- (2002a). « L'interaction entre les politiques monétaire et budgétaire », conférence Donald Gow, Université Queen's, Kingston.
- (2002b). « Inflation Targeting in Canada: Experience and Lessons », *The North American Journal of Economics and Finance*, vol. 13, p. 113-124.
- (2002c). « La recherche d'une productivité accrue », allocution devant la Chambre de commerce de Québec.
- Farès, J., et S. Hogan (2000). « The Employment Costs of Downward Nominal Rigidity », document de travail n° 2000-1, Banque du Canada.
- Farès, J., et T. Lemieux (2000). « Évaluation critique et empirique de la rigidité à la baisse des salaires nominaux au Canada ». In : *La stabilité des prix et la cible à long terme de la politique monétaire*, actes d'un séminaire tenu à la Banque du Canada en juin 2000, Ottawa, Banque du Canada, p. 3-36.
- Faruqui, U. A. (2000). « Employment Effects of Nominal-Wage Rigidity: An Examination Using Wage-Settlements Data », document de travail n° 2000-14, Banque du Canada.
- Fay, R., et S. Lavoie (2002). « Le rôle de l'incertitude dans les décisions concernant la durée des contrats de travail : examen des données canadiennes et implications », communication présentée au colloque *Ajustement des prix et politique monétaire*, tenu à la Banque du Canada les 14 et 15 novembre 2002.
- Fortin, P. (1996). « Presidential Address: The Great Canadian Slump », *Revue canadienne d'économie* (novembre), p. 761-787.

- Fortin, P., et K. Dumont (2001). « The Shape of the Long-Run Phillips Curve: Evidence from Canadian Macrodatabase, 1956–1997 », document de travail, Département des sciences économiques, Université du Québec à Montréal, juin.
- Fortin, P., G. A. Akerlof, W. T. Dickens et G. L. Perry (2002). « Inflation and Unemployment in the U.S. and Canada: A Common Framework », document de travail n° 20-16, Département des sciences économiques, Université du Québec à Montréal, juillet.
- Gray, J. (1978). « On Indexation and Contract Length », *Journal of Political Economy*, vol. 86, p. 1-18.
- Groshen, E. L., et M. E. Schweitzer (1999). « Identifying Inflation's Grease and Sand Effects in the Labor Market ». In : *The Costs and Benefits of Price Stability*, sous la direction de M. Feldstein, NBER Conference Report, Chicago, University of Chicago Press, p. 273-315.
- Guay, A., R. Luger et Z. Zhu (2002). « La nouvelle courbe canadienne de Phillips », communication présentée au colloque *Ajustement des prix et politique monétaire*, tenu à la Banque du Canada les 14 et 15 novembre 2002.
- Hammermesh, D. S. (1986). « Inflation and Labour Market Adjustment », *Economica*, vol. 53, p. 63-73.
- Johnson, D. (1997). « La crédibilité de la politique monétaire : analyse des résultats d'enquêtes menées sur l'inflation attendue dans divers pays ». In : *Stabilité des prix, cibles en matière d'inflation et politique monétaire*, actes d'un colloque tenu à la Banque du Canada en mai 1997, Ottawa, Banque du Canada, p. 389-426.
- Kahn, H., et Z. Zhu (2002). « Estimates of the Sticky-Information Phillips Curve for the United States, Canada, and the United Kingdom », document de travail n° 2002-19, Banque du Canada.
- Kaliski, S. (1972). *The Trade-Off Between Inflation and Unemployment: Some Explorations of the Recent Evidence for Canada*, Conseil économique du Canada.
- Khalaf, L., et M. Kichian (2003). « Testing the Stability of the Canadian Phillips Curve Using Exact Methods », document de travail n° 2003-7, Banque du Canada.
- Kozicki, S., et P. A. Tinsley (2002). « Les sources de la persistance de l'inflation », communication présentée au colloque *Ajustement des prix et politique monétaire*, tenu à la Banque du Canada les 14 et 15 novembre 2002.
- Lebow, D., L. Sheiner, L. Slifman et M. Starr-McCluer (1999). *Recent Trends in Compensation Practices*, Washington, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Lipsey, R. G. (1977). « Wage-Price Controls: How to Do a Lot of Harm by Trying to Do a Little Good », *Analyse de Politiques*, vol. 3, p. 1-13.
- Longworth, D. (2002). « Inflation et macroéconomie : changements survenus entre les années 1980 et 1990 », *Revue de la Banque du Canada* (printemps), p. 3-19.
- (2003). « Cibles d'inflation et planification à moyen terme : quelques règles empiriques simples », *Revue de la Banque du Canada* (printemps), p. 15-23.
- Macklem, T. (2001). « Une nouvelle mesure de l'inflation fondamentale », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 3-14.
- Murphy, K. J. (2000). « What Effect Does Uncertainty Have on the Length of Labor Contracts? », *Labor Economics*, vol. 7, p. 181-201.
- O'Reilly, B. (1998). *The Benefits of Low Inflation: Taking Stock*, Rapport technique 83, Ottawa, Banque du Canada.
- Perrier, P., et R. Amano (2000). « Crédibilité et politique monétaire », *Revue de la Banque du Canada* (printemps), p. 13-20.
- Rich, R., et J. Tracy (2000). « Uncertainty and Labor Contract Durations », Staff Study No. 106, Federal Reserve Bank of New York.
- Ricketts, N., et D. Rose (1995). « Inflation, Learning, and Monetary Policy Regimes in the G-7 Economies », document de travail n° 95-6, Banque du Canada.
- Simpson, W., N. Cameron et D. Hum (1998). « Is Hypoinflation Good Policy? », *Analyse de Politiques*, vol. 29, p. 291-308.

St-Amant, P., et D. Tessier (1998) « Résultats empiriques multi-pays relatifs à l'impact des cibles d'inflation sur la crédibilité de la politique monétaire », document de travail no 98-23, Banque du Canada.

Thiessen, G. G. (1996-1997). « L'économie canadienne a-t-elle besoin de plus d'inflation en guise de lubrifiant? », *Revue de la Banque du Canada* (hiver), p. 63-69.

——— (2000). « Le changement au service de la stabilité : l'évolution de la politique monétaire à la Banque du Canada de 1935 à 2000 », conférence prononcée devant la Faculté de sciences sociales de l'Université Western Ontario. Document accessible à l'adresse <http://www.banqueducanada.ca/fr/discours/sp00-6-f.htm>.

Tobin, J. (1972). « Inflation and Unemployment », *American Economic Review*, vol. 62, p. 1-18.

Wallace, F. H. (2001). « The Effects of Shock Size and Type on Labor-Contract Duration », *Journal of Labor Economics*, vol. 19, p. 658-681.



# Ajustements passés et tendances futures au sein de l'économie canadienne

---

*Allocution prononcée par David Dodge  
gouverneur de la Banque du Canada  
devant la Chambre de commerce de London  
London, Ontario  
le 8 décembre 2003*

**M**esdames et Messieurs, bonjour. Je suis heureux de profiter de l'occasion qui m'est donnée aujourd'hui de visiter la « ville forêt » et d'honorer enfin votre invitation de longue date à m'exprimer devant vous.

Il est de coutume, dans les discours prononcés en fin d'année, de revenir sur les douze mois qui viennent de s'écouler, de faire un bilan des leçons tirées des événements et des expériences vécus durant cette période et de se pencher quelque peu sur l'avenir. Je suis devenu gouverneur de la Banque du Canada en 2001 et, chaque mois de décembre depuis, je me dis que nous ne sommes pas à la veille de voir une autre année comme celle que nous venons de traverser. En effet, 2001 a été marquée par l'éclatement de la bulle technologique et les attentats terroristes du 11 septembre aux États-Unis. L'an dernier, nous avons assisté aux séquelles de la faillite d'Enron et d'autres cas de malversations au sein d'entreprises, auxquels s'est ajoutée la menace grandissante d'une guerre au Proche-Orient. Mentionnons aussi la glissade de notre monnaie à un seuil record face au dollar américain.

Pour ne pas être en reste, l'année 2003 a eu plus que son lot d'événements mémorables qui se sont répercutés sur l'économie canadienne. Leur liste a presque des accents bibliques : une guerre, des épidémies sous la forme du SRAS et de la maladie de la vache folle, des incendies, des inondations, un ouragan et une panne

générale d'électricité. Les Canadiens ont aussi eu à se préoccuper d'un choc d'une autre nature. Je veux parler de la vive montée de notre monnaie sur les marchés des changes. Ainsi, le dollar canadien est passé de moins de 64 cents américains en début d'année à plus de 76 cents à la fin de la semaine dernière, un mouvement sans précédent!

La Banque du Canada a suivi de près les effets économiques de ces différents événements, y compris de l'appréciation rapide de notre monnaie. Toutefois, afin de donner une meilleure idée de ce qui s'est produit au sein de notre économie depuis un an, je situerai aujourd'hui mes propos dans le contexte des tendances qui se dessinent à plus long terme.

## **Les ajustements des années 1990**

Permettez-moi d'abord de rappeler l'état de notre économie au début des années 1990. Si, alors, l'inflation avait baissé par rapport aux très hauts niveaux du début des années 1980, elle n'en demeurait pas moins élevée selon nos critères actuels. Diverses méthodes, dont les mécanismes de contrôle des salaires et des prix et l'établissement d'objectifs pour la croissance de la masse monétaire, avaient été essayées pour favoriser l'instauration d'un climat d'inflation basse, stable et prévisible. Aucune de ces méthodes n'a fourni un point d'ancrage approprié à moyen terme pour les attentes d'inflation. Cette lacune a compliqué

la tâche des entreprises et des particuliers désireux de former des projets à long terme avec quelque degré de certitude. Sur le plan budgétaire, la situation était plutôt sombre au début des années 1990 et allait en s'aggravant. Les déficits des administrations publiques avaient fini par atteindre un sommet d'environ 8 % du PIB, et le niveau de la dette continuait à grimper. La situation était tout à fait intenable : des ajustements s'imposaient.

Le premier d'entre eux remonte à 1991, lorsque la Banque et le gouvernement canadien se sont mis d'accord pour adopter une série de cibles explicites de maîtrise de l'inflation (établies en fonction du taux d'augmentation de l'indice des prix à la consommation); celles-ci descendaient graduellement à 2 %, soit le point médian d'une fourchette allant de 1 à 3 %. Ce premier accord a été reconduit trois fois, la dernière entente en date se terminant à la fin de 2006. Dans chaque cas, le point médian de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation a été maintenu à 2 %.

Ce cadre a donné de bons résultats, dépassant même toutes les attentes. Le taux d'inflation avoisinait 2 % dès janvier 1992 et, de la fin de 1994 à ce jour, s'est maintenu en moyenne à presque 2 %. L'inflation ne s'est pas contentée de reculer, elle est aussi devenue plus stable. De fait, la tendance de l'inflation — mesurée par le taux d'accroissement de l'indice de référence de la Banque — est restée dans les limites de la fourchette cible quasiment tout au long des dix dernières années.

---

*Nous avons réussi, grâce à notre politique monétaire, à créer un climat économique où l'inflation se maintient à un niveau bas, stable et prévisible.*

---

Fait tout aussi important, nous avons constaté qu'après quelques années de ce régime, les attentes d'inflation des Canadiens s'étaient alignées sur la cible de 2 %. Et elles sont demeurées proches de ce taux au cours des dernières années.

Il ressort de tout cela que nous avons réussi, grâce à notre politique monétaire, à créer un climat écono-

mique où l'inflation se maintient à un niveau bas, stable et prévisible. Une politique monétaire crédible a entièrement transformé la nature du processus inflationniste. L'inflation elle-même est devenue plus stable, et cela a favorisé, à son tour, une plus grande stabilité et un meilleur fonctionnement de l'économie.

Le deuxième grand ajustement s'est amorcé véritablement au milieu des années 1990. Comme je l'ai indiqué, la situation budgétaire du Canada à cette époque était intenable. Les défis imminents posés par le vieillissement de notre population venaient aggraver ce problème budgétaire immédiat. Il fallait placer les dépenses sur une trajectoire viable à long terme et viser la réduction progressive du ratio de la dette publique au PIB.

Vers le milieu de la décennie, les gouvernements — provinciaux et fédéral — ont commencé à prendre les mesures douloureuses qui s'imposaient pour équilibrer leurs comptes et alléger le fardeau de leurs dettes. Les dividendes de ces décisions difficiles ne se sont pas fait attendre. Dans la plupart des cas, le cercle vicieux de l'aggravation des déficits et de la dette a laissé place à un cercle vertueux d'équilibre des budgets et d'allègement de la dette. Cet ajustement budgétaire a contribué à renforcer la crédibilité de la politique économique du Canada et a fait baisser les primes de risque exigées par les investisseurs sur les obligations du gouvernement canadien. La diminution des taux d'intérêt a permis non seulement de réduire les coûts du service de la dette, mais aussi de stimuler la croissance, et, partant, elle a fait grossir les recettes de l'État.

Le gouvernement fédéral a annoncé dernièrement son sixième surplus budgétaire consécutif. Nos régimes publics de pension se portent mieux. Le ratio de la dette fédérale au PIB avoisine 44 %, comparativement au niveau très élevé de près de 70 % atteint précédemment. Selon l'OCDE, le ratio des emprunts de l'État au PIB est passé sous les 80 % après avoir atteint un sommet d'environ 100 %. Enfin, le Canada a retrouvé sa cote de crédit AAA.

Je ne voudrais pas laisser croire que le régime de cibles d'inflation et les ajustements budgétaires ont été les seuls facteurs dans l'amélioration globale du bilan économique du Canada. La restructuration difficile qui a dû être menée dans la foulée des accords de libre-échange, au cours des années 1990, a joué un rôle tout aussi important. Les entreprises et les travailleurs ont également consenti à des ajustements douloureux.

Rien de tout cela n'a été aisé, mais le résultat est que notre économie est maintenant mieux à même de connaître une croissance soutenue et d'absorber les chocs, comme en témoigne la bonne tenue qu'elle a affichée ces dernières années au milieu de tous les événements que j'ai mentionnés dans mon introduction.

Permettez-moi maintenant de m'entretenir du rôle qu'a exercé le dollar canadien dans ce long processus d'ajustement. Chaque jour, un certain nombre de facteurs se conjuguent pour expliquer les variations de la valeur de notre monnaie sur les marchés des changes. Je m'en tiendrai toutefois aux tendances de fond. Sous cet angle, deux grands facteurs ont eu un effet significatif sur le comportement du dollar canadien dans les années 1990. Les administrations publiques ont opéré des compressions pour atteindre l'équilibre budgétaire, ce qui a amené un tassement de la demande intérieure. Et les prix des produits de base se sont fortement inscrits à la baisse durant la deuxième moitié de la décennie. Traditionnellement, les cours des produits de base non énergétiques et du dollar canadien affichent une corrélation plutôt étroite.

Devant ces deux facteurs, le régime de changes flottants en vigueur au Canada a servi d'amortisseur pour l'économie. Comment? Dans le climat de restriction budgétaire qui régnait alors et dans le contexte d'un assouplissement de la politique monétaire, la baisse du cours de notre dollar a joué un rôle utile en stimulant la demande étrangère de produits canadiens à un moment où la demande intérieure était faible.

En plus d'amortir le choc causé aux producteurs de matières premières par le recul des prix des produits de base, la dépréciation de notre monnaie a accru la rentabilité d'autres secteurs, qui ont pu profiter de la signature des accords de libre-échange et du dynamisme de la demande extérieure pour prendre de l'expansion. Cette évolution a aidé à assurer au sein de l'économie un transfert de ressources des secteurs en perte de vitesse aux secteurs en croissance.

La dépréciation du dollar canadien dans les années 1990 a également modifié le coût relatif du travail et du capital. À l'époque, les ajustements structurels en cours avaient entraîné un important excédent de main-d'œuvre dans l'économie. En faisant augmenter le coût des machines et du matériel par rapport à celui du travail, la baisse du taux de change de notre monnaie a facilité l'absorption par les domaines en croissance d'une partie de la main-d'œuvre provenant des secteurs déprimés.

## Les futures tendances économiques

Après ce bref retour sur les années 1990, voyons ce que nous réserve l'avenir. Quels sont les principaux enjeux auxquels nous devons faire face ces prochaines décennies? Quels ajustements faudra-t-il effectuer?

Je ne prétends pas prédire l'avenir, mais certains points me semblent assez évidents. Comme je l'ai déjà mentionné, l'évolution démographique constitue un enjeu des plus importants. L'économie canadienne doit se préparer aux départs à la retraite des baby-boomers. Selon les prévisions actuelles, la population canadienne en âge de travailler — soit les personnes de 15 à 64 ans — commencera à diminuer dans une quinzaine d'années.

---

*Nous devons continuer d'abaisser le ratio de la dette publique au PIB pour faire en sorte que le Canada soit en mesure de fournir le soutien nécessaire à sa population croissante d'âinés.*

---

Il y a deux conclusions à tirer de cette perspective démographique. La première est que nous devons continuer d'abaisser le ratio de la dette publique au PIB pour faire en sorte que le Canada soit en mesure de fournir le soutien nécessaire à sa population croissante d'âinés.

La seconde conclusion est que nous allons devoir procéder à des ajustements pour nous aider à composer avec une réduction imminente de la main-d'œuvre, qui se manifestera d'abord en chiffres relatifs, puis en chiffres absolus. De quels types d'ajustements parle-t-on? Il faudra certes veiller à ne pas dissuader le segment le plus âgé de la population en âge de travailler de rester actif. Mais, surtout, nous devons accroître notre productivité si nous voulons que les Canadiens puissent continuer à profiter d'une hausse de revenus.

Or, ces gains de productivité ne seront pas faciles à obtenir. Il conviendra de multiplier les investissements dans les machines et le matériel de pointe et d'utiliser davantage et mieux les technologies de

l'information et des communications. Nous devons faire en sorte que les travailleurs détiennent les compétences et reçoivent la formation dont ils ont besoin pour tirer profit des technologies qui améliorent la productivité. Et nous devons adapter l'organisation de nos entreprises et nos méthodes pour maximiser le potentiel de ces nouvelles technologies et réduire les obstacles posés à leur application en milieu de travail.

Il faudra aussi nous efforcer de faire en sorte que nos politiques microéconomiques favorisent l'innovation et l'amélioration de la productivité au Canada, aussi bien dans le secteur public que dans le secteur privé.

Sur le plan macroéconomique, il ne faudrait pas croire que tous les chocs sont choses du passé. On n'a qu'à penser aux déséquilibres économiques qui se sont développés récemment, compte tenu des excédents élevés de la balance courante de certains pays d'Asie et de l'important déficit de la balance courante américaine. De plus, les déficits budgétaires se creusent en Europe comme aux États-Unis.

---

*Un régime de changes flottants est de loin la meilleure option qui s'offre à l'économie canadienne pour faciliter les ajustements économiques.*

---

Que peut donc faire la Banque du Canada pour aider l'économie à se préparer à ces défis? Elle doit, avant tout, conserver le cadre de conduite de la politique monétaire mis en œuvre dans les années 1990. En d'autres termes, elle doit persévérer dans son engagement de maintenir l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible. Cela signifie que le régime de changes flottants en vigueur demeurera un élément important du cadre de conduite de la politique monétaire, lequel continuera d'aider notre économie à s'adapter aux conditions changeantes, aussi bien à l'intérieur qu'en dehors de nos frontières.

Évidemment, les taux de change n'évoluent pas toujours de façon aussi ordonnée que nous l'aurions souhaité ou prévu. Néanmoins, je maintiendrai ici ce que j'ai déjà dit à de nombreuses reprises : un régime

de changes flottants est de loin la meilleure option qui s'offre à l'économie canadienne pour faciliter les ajustements économiques.

## L'évolution économique récente

Je vais maintenant aborder la situation économique actuelle, en commençant par les perspectives d'inflation. Tel que nous l'indiquions dans la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire*, nous nous attendons à ce que le taux d'inflation baisse au Canada au cours des prochains mois. Il est probable qu'au début de la nouvelle année, l'inflation mesurée par l'indice de référence — dont sont exclues les huit composantes les plus volatiles de l'indice des prix à la consommation — s'inscrive près de la limite inférieure de notre fourchette de maîtrise de l'inflation, qui va de 1 à 3 %, avant de commencer à remonter vers les 2 %.

À la dernière date d'annonce préétablie, la semaine dernière, la Banque a décidé de ne pas modifier son taux directeur clé. Elle a fait alors état d'un certain nombre de facteurs qui l'ont incitée à réviser ses projections depuis la publication du *Rapport* d'octobre. J'aimerais revoir ici quelques-uns de ces facteurs.

À la fin du mois de novembre, Statistique Canada a publié ses données sur les comptes nationaux pour le troisième trimestre. Celles-ci indiquent que, durant cette période, l'activité économique au pays ne s'est accrue que de 1,1 % en rythme annuel, ce qui est largement en dessous des attentes. Qui plus est, les chiffres des trimestres précédents concernant la croissance ont dû être révisés à la baisse. Ainsi, à la fin du troisième trimestre, l'économie canadienne fonctionnait encore plus en deçà des limites de sa capacité que nous ne l'avions escompté.

Dans le *Rapport*, nous disions nous attendre à ce que l'écart de production se résorbe et à ce que l'économie tourne de nouveau à plein régime d'ici le début de 2005. Un tel scénario serait compatible avec un retour de l'inflation à la cible de 2 % avant le milieu de la même année. Mais comme nous savons maintenant que l'écart de production est plus marqué que nous ne le prévoyions en octobre, il s'ensuit que l'économie devra croître plus rapidement au quatrième trimestre de 2003 et en 2004 pour que cet écart se referme d'ici le début de 2005.

Bien que la croissance ait été décevante plus tôt cette année, nous observons maintenant un certain nombre

de signes encourageants qui laissent espérer un rebond prochain, lequel devrait d'ailleurs s'amorcer dès ce trimestre. Je ne mentionnerai que trois de ces signes. Le premier est que la faiblesse du taux d'expansion au troisième trimestre, qui n'a été que de 1,1 % en glissement annuel, tient au fait que les entreprises ont répondu à la demande dans une large mesure à même leurs stocks. En fait, la demande intérieure finale s'est fortement accrue — de près de 6 % — grâce à la vigueur de la dépense des ménages et à la relance des investissements des entreprises. Ces derniers devraient favoriser une augmentation future de la production et, si la progression de l'emploi se maintient, la dépense des ménages devrait demeurer robuste.

Deuxièmement, la réduction des investissements en stocks est sans doute terminée. Donc, même si cet ajustement a entravé l'expansion au troisième trimestre, il n'y a pas de raisons que la situation se répète au quatrième. Nous nous attendons, en fait, à ce que la fin de la correction des stocks alimente la croissance au cours des trois derniers mois de l'année.

Enfin, nos exportations devraient être stimulées par le raffermissement de la demande étrangère, en particulier américaine. Rappelons que l'activité économique aux États-Unis a progressé au rythme annuel d'environ 8 % au troisième trimestre. Les exportateurs canadiens devraient pouvoir profiter de cet essor passé et du maintien d'un fort taux de croissance de l'activité dans ce pays au cours des prochains mois. Notre économie devrait aussi bénéficier du renchérissement des produits de base non énergétiques.

En somme, l'économie canadienne est appelée à connaître une croissance vigoureuse, et ce, dès ce trimestre. En fait, nous nous attendons à ce que l'expansion économique au quatrième trimestre se situe largement au-dessus de 4 %, en taux annualisé.

Néanmoins — et je tiens à insister sur ce point —, les répercussions de la vive appréciation qu'a connue le dollar canadien récemment soulèvent actuellement beaucoup d'incertitude. On ne sait pas précisément dans quelle mesure cette appréciation tempèrera les retombées du raffermissement de la demande étrangère que je viens de mentionner, ni si le degré de détente monétaire en place saura alimenter un

accroissement suffisant de la dépense des ménages et des investissements des entreprises pour que l'économie tourne de nouveau à plein régime au début de 2005.

---

*Les répercussions de la vive appréciation qu'a connue le dollar canadien récemment soulèvent actuellement beaucoup d'incertitude.*

---

D'importantes données économiques seront publiées d'ici la prochaine date d'annonce préétablie, le 20 janvier. Elles nous donneront une meilleure idée de l'état du secteur des exportations et du niveau de la dépense des ménages durant le temps des fêtes. Nous allons scruter toutes ces données à l'affût de signes indiquant que le rythme d'expansion de l'économie dépasse nettement celui de la production potentielle.

## Conclusion

L'année qui s'achève a été, comme les deux précédentes, remplie de défis économiques « intéressants » pour le Canada et le reste du monde. Il serait tentant d'espérer que la nouvelle année soit un peu moins « intéressante » à cet égard. Mais quoi qu'elle nous réserve, l'essentiel est que nous ne dérogeons pas à notre perspective à long terme et que nous demeurions concentrés sur les défis qui nous attendent. Ainsi, nous devons apprendre à composer avec les changements démographiques, améliorer notre productivité et nous doter des bonnes politiques microéconomiques. À la Banque du Canada, nous restons fidèles à notre engagement de maintenir le cadre de politique monétaire solide qui nous aidera à relever les défis de demain. Il s'agit là d'une bonne nouvelle pour tous les Canadiens, et ce, peu importe de quoi les prochaines années seront faites.



# Banque du Canada

## Conseil d'administration

## Haute Direction

### *Gouverneur*

David A. Dodge\*

### *Premier sous-gouverneur*

Paul Jenkins\*

Kit Chan, Calgary (Alberta)

Jean-Guy Desjardins, CFA, MBA, Montréal (Québec)

Paul D. Dicks, c.r., St. John's (Terre-Neuve et Labrador)

Daniel F. Gallivan\*, c.r., Halifax (Nouvelle-Écosse)

James S. Hinds, c.r., Sudbury (Ontario)

Barbara R. Hislop\*, Vancouver (Colombie-Britannique)

Ronald J. Keefe, Charlottetown (Île-du-Prince-Édouard)

Aldéa Landry\*, c.r., Moncton (Nouveau-Brunswick)

J. Spencer Lanthier\*, FCA, Toronto (Ontario)

Armin Martens, ing., MBA, East St. Paul (Manitoba)

### *Membre d'office :*

*Sous-ministre des Finances*

Kevin G. Lynch\*

### *Gouverneur*

David A. Dodge

### *Premier sous-gouverneur*

Paul Jenkins

### *Sous-gouverneurs*

Mark Carney<sup>1</sup>

Pierre Duguay

Sheryl Kennedy

David Longworth

### *Avocat général et secrétaire général*

Marcus L. Jewett, c.r.

### *Conseillers*

Janet Cosier<sup>2</sup>

Clyde Goodlet

Tiff Macklem<sup>1</sup>

John Murray

Ronald W. Parker<sup>1</sup>

Bonnie J. Schwab<sup>3</sup>

Jack Selody

### *Conseiller spécial*

John Helliwell<sup>4</sup>

### *Vérificateur interne*

David Sullivan

### *Comptable en chef*

Sheila Vokey

---

\*Membre du Comité de direction

---

1. Détaché auprès du gouvernement du Canada en vertu du programme de permutation des cadres  
2. Également présidente du Conseil d'administration de l'Association canadienne des paiements  
3. En congé  
4. Économiste invité

# Cadres

---

## Marchés financiers

*Chef :*

G.W.K. Pickering

*Sous-chef :*

D.L. Howard

*Directeur :*

R.W. Morrow

*Directeur— Recherches :*

S. Hendry

*Chefs d'équipe :*

P.Y.D. Farahmand; M.P. Johnson; M. King;

D. Senger; W. Speckert

*Premiers chercheurs :*

G. Bauer; G.C. Nowlan

*Négociateurs-chercheurs principaux :*

W.A. Barker; J. De Leon; R.R. Hannah; D.G. Johnson;

M.D. Larson; M. Pellerin; M.G. Whittingham

*Analystes principaux :*

F.M. Furlan; P. Hann; J.W. Hately; S. Legros;

M. Misina; D.L. Merrett; J. Ong; C. Reid;

U. Ron; I. Semerdjiev; E.I. Woodman

*Responsable des données et des systèmes :*

J. Vaillancourt

BUREAU DE TORONTO

*Directeur :*

H.R. MacKinnon

*Représentant principal :*

E. Tuer

*Analyste principal :*

R.A. Ogrodnick

BUREAU DE MONTRÉAL

*Directeur :*

M. Tremblay

*Analyste principal :*

E. Chouinard

NEW YORK

*Représentant principal*

Z.A. Lalani

## Bureau de surveillance des risques financiers

*Conseillère, Planification, stratégique et gestion des risques:*

Janet Cosier\*

*Directeur :*

D.M. Zelmer

*Chef d'équipe :*

J.W. Kiff

*Négociateur-chercheur principal :*

T.A. Hossfeld;

*Analyste principal :*

Y. Bensalah

## Recherches

*Chef :*

M.L.A. Côté

*Sous-chef :*

P. Fenton

*Directeurs de recherches :*

R. Amano; D. Coletti

*Conseiller en recherches — Analyse conjoncturelle :*

G.J. Stuber

*Chefs adjoints :*

R. Dion; R. Fay ; E. Ortega

*Coordonnatrice régionale :*

F.M.B. Brady

*Représentants principaux (Analyse économique) —*

*Provinces de l'Atlantique :*

D. Amirault

*Calgary :*

J. Mair

*Montréal :*

L.-R. Lafleur

*Toronto :*

H.-H. Lau

*Vancouver :*

F. Novin

*Chargée de projets :*

G. Ritchie

*Chercheurs principaux :*

M. Laurence; S. Murchison; P. Perrier

*Analystes principaux :*

E.J. Armour; J.G.G.A. Binette; M. Kichian; C. Kwan;

L. Pichette; J.R.S. Martel; M. Martin; M.-C. Montplaisir;

D.V. Muir; N. Rebei; W.A. Rennison; G.L. Wilkinson;

T.K.H. Yuen

\* Également présidente du Conseil d'administration de l'Association canadienne des paiements

# Cadres

---

## Études monétaires et financières

*Chef :*

A.C. Crawford

*Directeurs de recherches :*

W.N. Engert; B.P.J. O'Reilly; J.M.P. St-Amant

*Conseillers en recherches :*

S. O'Connor

*Chefs adjoints :*

S. C. Fung; P. C. Jenkins; D. Maclean; G. Tkacz;  
M.M. Tootle; C. Wilkins

*Chercheurs principaux :*

C. Gauthier; J.P. Lam; K. Moran

*Analystes principaux :*

J.W. Armstrong; J. Atta-Mensah; I. Christensen;  
A. Daniel; A. Dib; R. Djoudad; P.D. Gilbert;  
G. Haymes; A.S.L.X. Lai; F. Li; R. Luger;  
C.A. Northcott; F. Pelgrin; D. Tessier

## Relations internationales

*Chef :*

J.E. Powell

*Sous-chef :*

G. Paulin

*Directeurs de recherches :*

R.J.G.R. Lafrance; L. Schembri

*Directeur — Recherches, marchés émergents et conseils en matière de politiques internationales :*

J.A. Haley\*

*Conseillère en recherches :*

M.C.D. Lecavalier

*Chefs adjoints :*

J.N. Bailliu; J.L.J. Jacob; J.F. Perrault

*Chercheurs principaux :*

H. Bouakez; D.N. Côté; R.C. Lalonde; E. Santor

*Analystes principaux :*

M.D.S. Morin; F. Painchaud; P. Sabourin;

---

\* Détaché par le gouvernement du Canada en vertu du programme de permutation des cadres

## Opérations bancaires

### Équipe chargée de l'orientation stratégique

*Chef :*

G.T. Gaetz

*Directeurs :*

G.A.R. King; J. P. Reain; C.R.C. Spencer;  
L.M. Thomas

*Directeurs adjoints :*

D.P. Abbott; S.A. Betts; P.R. de Swart; M.C.N. Gélinas;  
M.J.L. Hyland; J.J.G. Marois; R.E. Ridley

*Directeur de projet :*

Vacant

*Conseillers scientifiques :*

M. Cevro; S.E. Church; A.G. Ward

*Chef de projet :*

J.C. Smith

*Consultant principal :*

R. Dzidek

*Analystes conseils :*

R.E. Allenby; S.W. Chibuk; S.L. Hill;  
C.S. Kurs; J.G.P. Matte; R.P. Miller

*Chercheur principal :*

C.B. D'Souza

*Analystes seniors :*

A. Atiopou; J. Basile; M.E.L. Crosmaz;  
L.H. Charbonneau; P. Cloutier;  
M.C.M. Lefebvre-Manthorp; C.J. Samuel; M.N.L. Wright

*Conseillère en recherches :*

K.T. McPhail

*Agente (Ottawa) :*

N.J. Pearson

*Responsable du soutien des systèmes :*

S. Seiller

*Directeurs régionaux :*

L. Elliott (Vancouver)  
J.G.P. Laprise (Montréal)  
T. Mieszkalski (Calgary)  
J. Nadeau (Halifax)

M.D. Stockfish (Toronto)

*Directeurs adjoints — Opérations :*

D.A. Ashwood (Toronto)  
J.A.R. Tremblay (Montréal)

*Chefs des opérations :*

C.E. Akins; H.A. Ivey; T.L. Peppard

# Cadres

---

## Opérations bancaires (suite)

### **Musée de la monnaie**

*Conservateur en chef :*

P.S. Berry

*Directrice, Service d'accueil :*

H.A. Riegel

## Services à la Haute Direction et Services juridiques

*Avocat général et secrétaire général :*

M.L. Jewett

*Directrice, Services à la Haute Direction :*

C.G. Leighton

### **Services juridiques**

*Avocat général adjoint :*

R.G. Turnbull

*Conseillères juridiques principales :*

M. Bordeleau; K.A. Davison

*Conseillers juridiques :*

M.N.M. Ménard; D.A. Richard

### **Secrétariat de la Haute Direction**

*Secrétaires adjoints :*

M.C.D. Caron; M.P. Robert-Bradley; J.D. Robinson

*Adjointe spéciale :*

E. Terrence

## Étude du régime de pension

*Directeur administratif :*

L.T. Requard

## Département des Communications

*Chef :*

D.W. Schuthe

*Sous-chef et directeur, Opérations :*

J.-M.J.Y. Catta

*Conseillère, Politiques et recherches :*

I.E. Vayid

*Directrice, Planification et affaires publiques :*

N. Poirier

*Directeurs adjoints :*

M.J.A. Bourque — Communications internes

M.L.Y. Brousseau — Traduction

D.H.M. Hammond — Colloques et services à la Haute Direction

C.R. Larocque — Édition

*Consultants principaux :*

P.W. Badertscher; E.J. Vardy

*Traductrice-experte :*

M.M.M. Renaud

*Consultants en communications :*

J.D.L. Cardella; B.M. Eades; S.W. Hall;

J.E. Moxley/L.-A. C. Solomonian; P.C. Munro;

K.A. Ross

*Traducteurs-réviseurs :*

C. Filion; P.L. Gauvin; M.L.D. Simard-Ebert;

F.M.-R. Viau

*Terminologue-révisseuse :*

L. Paradis

# Cadres

---

## Services généraux

*Chef :*

S.V. Niven

**Gestion des relations avec les clients**

*Responsable de l'expansion des secteurs d'activité et partenaire stratégique :*

J.-R. Bonin

**Planification et soutien communications**

*Directrice :*

J.M. Gabie

*Consultante principale :*

K.L. Donohue

**Communications**

*Chef d'équipe :*

S.V. Sondagar

**Technologies de l'information**

*Directeur :*

J.J. Otterspoor

**Gestion des relations avec les clients**

*Responsables de l'expansion des secteurs d'activité :*

L.R. McEwen; M.C.M. Sabourin

**Planification stratégique liée aux TI**

*Directrice adjointe :*

S.R. Tennenhouse

*Chargés de projets principaux :*

M.M.M. Dagenais; M.J. Kameka; W.J. Skof

*Concepteur principal de techniques informatiques :*

M.C.A. Tong

**Applications et solutions d'affaires**

*Directrices adjointes :*

M.L. Fleming; M.-C.M. Lam; L.S. Young

*Chargés de programmes :*

E.P. Tompkins; S.M. Webber

*Réalisateurs principaux :*

M.V. Dern; Z.D. Drozd; J.A.A. Gilbert;  
G.H. Gravine; R.J. Hague; M.M.N.M. Letellier;  
S.D. McIntosh; A. Melesse; S.J. Morrissey;  
M.P.J. St. Pierre; S.I. Sanderson; A.K.L. Santry;  
S.M. Wong

## Services de gestion des données

*Directrice adjointe :*

L.M. Saunders

*Réalisateurs principaux :*

J.E.M. Cléroux; T.K. Harvey; J.R. Hickey;  
L.R. Hickey; B.A. Kingsley; D.L. Loomis-Bennett

## Services d'infrastructure TI

*Directeur adjoint :*

A.G.J. Mageau

*Responsables des services :*

M. Bélanger; K. Ellis; J.-P. Forest; M.F.A. Lemieux;  
D.J. Schaffler

*Chargé du programme IT :*

J.R. Rowe

*Analystes techniques principaux :*

D.R. Chandonnet; L.F. Coburn; G.N. Davis;  
B.J. Drummond; H.A. Klee; C.D. Lalonde;  
D.M. MacCara; J.W.P. Mallette; J.L. Muirhead;  
N. Rahemtulla

Bureau des projets TI

*Directrice adjointe :*

C.B. Smith-Belisle

*Chef de service principal :*

C.H. Scott

*Réalisateurs principaux :*

H.M. Balon; E.L. Newcombe; K.L. Woodcock

*Responsable, planification et mesures :*

S.F. White

## Services des installations

*Chef de secteur d'activité :*

A.A. Audette

*Responsable de la prestation de services :*

G.J. Camm

*Responsable des services :*

M.J. Longtin

*Responsable d'immeuble, Ottawa :*

Poste vacant

*Responsable d'immeuble, COAM :*

J.Y.R. Richard

*Responsable d'immeuble, COAT :*

C.G. Buckingham

# Cadres

---

## Services généraux (suite)

### **Services de protection**

*Chef de secteur d'activité :*

W. J.M. Reinburg

*Chefs de service principaux :*

G.I. Ireland; G.P. Price

*Analyste technique principale*

E.G.M. Leduc

### **Services de gestion des ressources humaines**

*Directrice des ressources humaines :*

F.E. Boire-Carrière

*Directrices adjointes :*

M.N.J. Caron; M.J.S. Henri; J. Killeen

*Conseiller en ressources humaines :*

K.D. MacDonald

*Responsables des services :*

M.R.S. Mougeot; C. Nault

*Chef du projet :*

M.P. McBain

*Consultants principaux :*

A.P. Abels; P. S. Batson; G.K. Bouskill; D. Drouin;

M.F.F. Girard; M.S.F. Lavoie; J.C. Leblanc; C.E. Leonge;

J.C.M. MacKinnon; N.J. Mantle; J.M. Meredith-Pallascio;

C.M. Sullivan; C. Soumis; B. Yee

*Chef d'équipe :*

D.E. Quinn

### **Gestion de l'information et du savoir**

*Chef de secteur d'activité :*

C.M. Hunt

*Responsables des services :*

B.M. Graham; J. McBane

*Responsable, Systèmes et accès à la collection :*

M.S.M. Leblanc

*Consultants principaux :*

D.H.J. Arsenault; M. Simpson

## Services financiers

*Chef et comptable en chef :*

S. Vokey

*Consultant principal en gestion des contrats :*

D. Anderson

*Responsables des services :*

A. Guilbault; L. Rhéaume

*Consultant — Pratiques de gestion de contrats :*

D. Lennox-Duncan

*Consultants principaux :*

R. Howland; M. Klosevych; S. Nadon; T. Nguyen;

D. Rue

## Bureau de gestion de la dette

*Chef :*

D.M. Fleck

*Directeurs adjoints :*

B.A. Smith; R.L. Wall

*Consultants principaux en affaires :*

M.K. Carroll; E.E. Handy; M.L.H. MacLean;

J.P.C. Miner

## Vérification

*Vérificateur interne :*

D.N. Sullivan

*Directeur :*

C. Vierula

*Agents de vérification :*

D.S. Boland; C. Brooks; J.D. Lanthier; C.S. Reid

30 janvier 2004

# Publications de la Banque du Canada

---

Pour plus de renseignements, y compris les tarifs d'abonnement, veuillez vous adresser à la Diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada, K1A 0G9, ou composer le (613) 782-8248.

**Rapport annuel.** Paraît chaque année en mars\*.

**Rapport sur la politique monétaire.** Paraît deux fois par année\*.

**Mise à jour du Rapport sur la politique monétaire.** Paraît en janvier et en juillet\*.

**Revue du système financier.** Paraît en juin et en décembre\*.

**Revue de la Banque du Canada.** Paraît chaque trimestre\*.  
(Voir les renseignements relatifs aux abonnements à la page 2.)

**Discours et déclarations du gouverneur\***

**Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada**  
Paraît chaque mois. (Voir les renseignements relatifs aux abonnements à la page 2.)

**Bulletin hebdomadaire de statistiques financières.** Paraît tous les vendredis\*. (Envoi par la poste sur abonnement)

**Reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation : Note d'information\***

**Les conférences Thiessen\***

**Le dollar canadien : une perspective historique\***  
James Powell (publié en octobre 1999). Offert au prix de 4 \$ CAN, plus la TPS et, s'il y a lieu, la taxe de vente provinciale.

**La transmission de la politique monétaire au Canada\***  
(publié en 1996). Offert au prix de 20 \$ CAN, plus la TPS et, s'il y a lieu, la taxe de vente provinciale.

**Le bilinguisme à la Banque du Canada.** Paraît chaque année\*.

**Publications de la Banque du Canada\***  
Recueil de résumés succincts des articles et études publiés en 2003. Comprend aussi une liste des travaux publiés par les économistes de la Banque dans des revues externes et dans des actes de colloques tenus à l'extérieur.

**Une évolution planifiée : L'histoire de l'Association canadienne des paiements de 1980 à 2002\***  
James F. Dingle (publié en juin 2003)

## Actes de colloques

Comportement des agents économiques et formulation des politiques en régime de stabilité des prix, octobre 1993

Le crédit, les écarts entre taux d'intérêt et le mécanisme de transmission de la politique monétaire, novembre 1994

Les marchés monétaires et les opérations de la banque centrale, novembre 1995

Les taux de change et la politique monétaire, octobre 1996

Stabilité des prix, cibles en matière d'inflation et politique monétaire, mai 1997\*

La valeur informative des prix des actifs financiers, mai 1998\*

La monnaie, la politique monétaire et les mécanismes de transmission, novembre 1999\*

La stabilité des prix et la cible à long terme de la politique monétaire, juin 2000\*

Les taux de change flottants : une nouvelle analyse, novembre 2000\*

Structure et dynamique des marchés financiers, novembre 2001\*

*Ces publications sont offertes au prix de 15 \$ CAN, plus la TPS et, s'il y a lieu, la taxe de vente provinciale.*

## Rapports techniques et documents de travail

Les rapports techniques et les documents de travail sont publiés en règle générale dans la langue utilisée par les auteurs; ils sont cependant précédés d'un résumé bilingue. On peut obtenir gratuitement un exemplaire de ces publications en s'adressant à la Diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada, K1A 0G9.

Les rapports techniques publiés à partir de 1982 et les documents de travail parus depuis 1994 peuvent être consultés dans le site Web de la Banque. Pour obtenir la liste des rapports techniques et des travaux de recherche publiés avant 1982, veuillez consulter le numéro d'avril 1988 de la *Revue de la Banque du Canada*.

---

\* Ces publications peuvent être consultées dans le site Web de la Banque à l'adresse [www.banqueducanada.ca](http://www.banqueducanada.ca).

## Rapports techniques\*

### 2000

- 88 International Financial Crises and Flexible Exchange Rates: Some Policy Lessons from Canada  
(J. Murray, M. Zelmer et Z. Antia)

### 2001

- 89 Core Inflation  
(S. Hogan, M. Johnson et T. Lafèche)

### 2002

- 90 Dollarization in Canada: The Buck Stops There  
(J. Murray et J. Powell)
- 91 The Financial Services Sector: An Update on Recent Developments  
(C. Freedman et C. Goodlet)
- 92 The Performance and Robustness of Simple Monetary Policy Rules in Models of the Canadian Economy  
(D. Côte, J. Kuszczak, J.-P. Lam, Y. Liu et P. St-Amant)

### 2003

- 93 Money in the Bank (of Canada)  
(D. Longworth)
- 94 A Comparison of Twelve Macroeconomic Models of the Canadian Economy  
(D. Côté, J. Kuszczak, J.-P. Lam, Y. Liu et P. St-Amant)
- 95 Essays on Financial Stability  
(J. Chant, A. Lai, M. Illing et F. Daniel)

## Documents de travail\*

### 2003

- 1 Banking Crises and Contagion: Empirical Evidence  
(E. Santor)
- 2 Managing Operational Risk in Payment, Clearing, and Settlement Systems  
(K. McPhail)
- 3 Modélisation et prévision du taux de change réel effectif américain  
(R. Lalonde et P. Sabourin)
- 4 Are Distorted Beliefs Too Good to Be True?  
(M. Misina)
- 5 Shift Contagion in Asset Markets  
(T. Gravelle, M. Kichian et J. Morley)
- 6 Valuation of Canadian- vs. U.S.-Listed Equity: Is There a Discount?  
(M. R. King et D. Segal)
- 7 Testing the Stability of the Canadian Phillips Curve Using Exact Methods  
(L. Khalaf et M. Kichian)
- 8 Comparing Alternative Output-Gap Estimators: A Monte Carlo Approach  
(A. Rennison)
- 9 Bank Lending, Credit Shocks, and the Transmission of Canadian Monetary Policy  
(J. Atta-Mensah et A. Dib)
- 10 A Stochastic Simulation Framework for the Government of Canada's Debt Strategy  
(D. J. Bolder)

- 11 Collateral and Credit Supply  
(J. Atta-Mensah)
- 12 The Macroeconomic Effects of Military Buildups in a New Neoclassical Synthesis Framework  
(A. Paquet, L. Phaneuf et N. Rebei)
- 13 Un modèle « PAC » d'analyse et de prévision des dépenses des ménages américains  
(M.-A. Gosselin et R. Lalonde)
- 14 An Index of Financial Stress for Canada  
(M. Illing et Y. Liu)
- 15 The Syndicated Loan Market: Developments in the North American Context  
(J. Armstrong)
- 16 Some Notes on Monetary Policy Rules with Uncertainty  
(G. Srouf)
- 17 Explaining and Forecasting Inflation in Emerging Markets: The Case of Mexico  
(J. Bailliu, D. Garcés, M. Kruger et M. Messmacher)
- 18 Technological Change and the Education Premium in Canada: Sectoral Evidence  
(J. Farès et T. Yuen)
- 19 A Small Dynamic Hybrid Model for the Euro Area  
(R. Djoudad et C. Gauthier)
- 20 The U.S. Stock Market and Fundamentals: A Historical Decomposition  
(D. Dupuis et D. Tessier)
- 21 Dynamic Factor Analysis for Measuring Money  
(Paul D. Gilbert et Lise Pichette)
- 22 The Construction of Continuity-Adjusted Monetary Aggregate Components  
(Jeannie Kottaras)
- 23 What Does the Risk-Appetite Index Measure?  
(M. Misina)
- 24 Forecasting and Analyzing World Commodity Prices  
(R. Lalonde, Z. Zhu et F. Demers)
- 25 Income Trusts—Understanding the Issues  
(M.R. King)
- 26 Measuring Interest Rate Expectations in Canada  
(G. Johnson)
- 27 Monetary Policy in Estimated Models of Small Open and Closed Economies  
(A. Dib)
- 28 An Empirical Analysis of Liquidity and Order Flow in the Brokered Interdealer Market for Government of Canada Bonds  
(C. D'Souza, C. Gaa et J. Yang)
- 29 Nominal Rigidities and Exchange Rate Pass-Through in a Structural Model of a Small Open Economy  
(S. Ambler, A. Dib et N. Rebei)
- 30 Are Wealth Effects Important for Canada?  
(L. Pichette et D. Tremblay)
- 31 A Simple Test of Simple Rules: Can They Improve How Monetary Policy is Implemented with Inflation Targets?  
(N. Rowe et D. Tulk)
- 32 The Canadian Phillips Curve and Regime Shifting  
(F. Demers)

\* Ces publications peuvent être consultées dans le site Web de la Banque à l'adresse [www.banqueducanada.ca](http://www.banqueducanada.ca).

## Documents de travail (suite)\*

### 2003

- 33 Do Peer Group Members Outperform Individual Borrowers? A Test of Peer Group Lending Using Canadian Mico-Credit Data  
(R. Gomez et E. Santor)
- 34 Governance and Financial Fragility: Evidence from a Cross-Section of Countries  
(M. Francis)
- 35 Real Exchange Rate Persistence in Dynamic General-Equilibrium Sticky-Price Models: An Analytical Characterization  
(H. Bouakez)
- 36 Excess Collateral in the LVTS: How Much is Too Much?  
(K. McPhail et A. Vakos)
- 37 Financial Constraints and Investment: Assessing the Impact of a World Bank Loan Program on Small and Medium-Sized Enterprises in Sri Lanka  
(V. Aivazian, D. Mazumdar et E. Santor)
- 38 Simple Monetary Policy Rules in an Open-Economy, Limited-Participation Model  
(S. Hendry, W.-M. Ho et K. Moran)
- 39 Alternative Targeting Regimes, Transmission Lags, and the Exchange Rate Channel  
(J.-P. Lam)
- 40 Poignée de main invisible et persistance des cycles économiques : une revue de la littérature  
(C. Calmès)
- 41 Anatomy of a Twin Crisis  
(R. H. Solomon)
- 42 A Structural VAR Approach to the Intertemporal Model of the Current Account  
(T. Kano)
- 43 Why Does Private Consumption Rise After a Government Spending Shock?  
(H. Bouakez et N. Rebei)
- 44 Common Trends and Common Cycles in Canadian Sectorial Output  
(F. Barillas et C. Schleicher)

### 2004

- 1 The Effect of Adjustment Costs and Organizational Change on Productivity in Canada: Evidence from Aggregate Data  
(D. Leung)
- 2 Exact Tests of Equal Forecast Accuracy with an Application to the Term Structure of Interest Rates  
(R. Luger)

---

\* Ces publications peuvent être consultées dans le site Web de la Banque à l'adresse [www.banqueducanada.ca](http://www.banqueducanada.ca).



# Tableaux synoptiques

---



## Sommaire des variables clés relatives à la politique monétaire

Données mensuelles	Cible de maîtrise de l'inflation (taux sur 12 mois)			Instrument de politique monétaire		Conditions monétaires			Agrégats monétaires (taux de croissance sur 12 mois)			Indicateurs de l'inflation							
	Fourchette cible	IPC	Indice de référence*	Fourchette opérationnelle pour le taux du financement à un jour (fin du mois)		Taux du financement à un jour	Indice des conditions monétaires (janvier 1987 = 0)	Taux du papier commercial à 90 jours	Indice C-6 des taux de change pondérés en fonction des échanges commerciaux (1992 = 100)	M1 brut	M1++	M2++	Écart de rendement entre les obligations classiques et à rendement réel	IPC global hors alimentation, énergie et à modifications des impôts indirects	IPCP	Coûts unitaires de main-d'œuvre	IPPI (produits finis)	Gains horaires moyens des travailleurs permanents	
				Bas	Haut														
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	
2000	J	1-3	2.3	1.2	4.50	5.00	4.77	-5.09	5.25	84.87	9.2	6.2	5.7	2.25	1.3	1.5	1.0	0.7	3.5
	F	1-3	2.7	1.3	4.75	5.25	4.97	-5.54	5.31	83.58	11.2	7.6	6.2	1.91	1.6	1.6	1.8	2.1	3.1
	M	1-3	3.0	1.4	5.00	5.50	5.25	-5.16	5.46	84.17	12.3	8.9	6.4	2.04	1.5	1.7	1.3	1.5	3.0
	A	1-3	2.1	1.1	5.00	5.50	5.26	-5.37	5.62	83.23	14.6	9.5	7.2	2.28	1.2	1.3	5.2	2.2	3.7
	M	1-3	2.4	1.1	5.50	6.00	5.75	-5.48	5.98	82.08	13.6	8.3	6.6	1.82	1.3	1.4	1.4	3.2	3.2
	J	1-3	2.9	1.3	5.50	6.00	5.75	-5.32	5.89	82.70	15.5	9.2	7.2	1.84	1.4	1.6	2.7	3.2	2.9
	J	1-3	3.0	1.2	5.50	6.00	5.73	-4.88	5.88	83.83	16.7	9.2	7.6	1.90	1.5	1.7	2.5	2.5	3.0
	A	1-3	2.5	1.2	5.50	6.00	5.75	-5.05	5.90	83.34	16.0	8.6	7.1	1.84	1.5	1.6	3.3	2.3	3.4
	S	1-3	2.7	1.0	5.50	6.00	5.74	-5.45	5.83	82.53	17.4	9.3	7.0	2.07	1.3	1.5	4.6	2.4	4.0
	O	1-3	2.8	1.3	5.50	6.00	5.75	-5.70	5.85	81.87	17.4	9.6	7.5	2.09	1.5	1.6	3.4	3.5	3.7
	N	1-3	3.2	1.5	5.50	6.00	5.75	-6.22	5.89	80.49	15.8	9.5	7.4	2.00	1.8	1.8	4.3	4.8	3.3
	D	1-3	3.2	1.8	5.50	6.00	5.80	-5.92	5.71	81.66	15.6	10.1	7.9	2.14	1.9	2.0	3.9	3.0	3.2
2001	J	1-3	3.0	1.8	5.25	5.75	5.49	-6.06	5.29	82.36	14.4	9.1	7.7	2.36	2.0	2.0	4.1	3.7	3.0
	F	1-3	2.9	1.7	5.25	5.75	5.49	-6.94	5.05	80.78	14.3	8.5	7.6	2.27	2.0	1.9	3.8	3.8	3.5
	M	1-3	2.5	1.8	4.75	5.25	4.99	-7.93	4.66	79.35	13.3	7.7	7.4	2.34	1.7	1.9	4.1	3.8	3.7
	A	1-3	3.6	2.3	4.50	5.00	4.74	-7.71	4.49	80.28	11.3	7.1	7.2	2.36	1.9	2.4	-	4.3	3.5
	M	1-3	3.9	2.3	4.25	4.75	4.67	-7.60	4.49	80.54	11.7	8.9	7.8	2.45	2.0	2.5	3.1	3.8	4.0
	J	1-3	3.3	2.3	4.25	4.75	4.49	-7.03	4.38	82.21	10.0	7.9	7.2	2.36	1.9	2.4	2.9	2.8	3.8
	J	1-3	2.6	2.4	4.00	4.50	4.24	-7.70	4.22	80.97	9.6	8.4	7.0	2.28	2.1	2.4	3.3	2.6	3.3
	A	1-3	2.8	2.3	3.75	4.25	4.17	-8.28	3.96	80.18	9.2	8.8	7.1	1.99	2.1	2.3	2.5	2.5	2.5
	S	1-3	2.6	2.3	3.25	3.75	3.49	-9.69	3.19	78.65	11.7	10.8	7.6	2.18	2.0	2.3	1.8	3.5	2.3
	O	1-3	1.9	2.2	2.50	3.00	2.74	-10.59	2.45	78.28	12.0	10.8	7.9	1.71	1.8	2.1	2.5	1.4	2.5
	N	1-3	0.7	1.7	2.00	2.50	2.60	-10.78	2.17	78.50	13.7	13.1	8.7	1.91	1.4	1.7	1.9	0.6	3.0
	D	1-3	0.7	1.6	2.00	2.50	2.24	-10.94	2.08	78.33	14.2	14.0	7.6	1.93	1.3	1.6	2.4	1.0	3.3
2002	J	1-3	1.3	1.8	1.75	2.25	1.99	-10.82	2.07	78.63	14.4	15.5	8.0	1.95	1.4	1.8	2.1	2.0	3.5
	F	1-3	1.5	2.2	1.75	2.25	1.99	-11.07	2.16	77.84	12.6	15.4	7.5	1.96	1.4	2.1	1.1	1.5	3.4
	M	1-3	1.8	2.1	1.75	2.25	1.99	-10.61	2.36	78.45	12.2	15.6	7.0	2.30	1.8	2.1	1.2	1.1	3.2
	A	1-3	1.7	2.2	2.00	2.50	2.24	-10.07	2.46	79.48	11.7	15.2	6.9	2.29	1.9	2.1	0.5	0.6	2.8
	M	1-3	1.0	2.2	2.00	2.50	2.25	-9.31	2.68	80.79	12.0	14.3	6.7	2.24	2.0	1.9	1.8	-0.3	2.4
	J	1-3	1.3	2.1	2.25	2.75	2.50	-9.12	2.78	80.99	13.5	15.6	6.9	2.32	2.1	1.9	1.2	0.6	2.7
	J	1-3	2.1	2.1	2.50	3.00	2.74	-10.40	2.88	77.71	13.9	14.9	6.8	2.28	2.1	2.0	0.7	0.5	2.8
	A	1-3	2.6	2.5	2.50	3.00	2.74	-9.68	3.09	78.90	14.4	15.3	6.8	2.18	2.2	2.4	1.4	1.3	3.0
	S	1-3	2.3	2.5	2.50	3.00	2.74	-10.27	2.90	77.97	11.2	12.7	6.2	2.18	2.3	2.3	0.9	0.9	2.8
	O	1-3	3.2	2.5	2.50	3.00	2.74	-10.06	2.83	78.63	11.7	12.5	5.7	2.18	2.5	2.4	1.4	2.1	2.7
	N	1-3	4.3	3.1	2.50	3.00	2.74	-10.21	2.85	78.24	9.8	10.3	4.8	2.15	3.1	3.0	2.2	1.8	2.5
	D	1-3	3.9	2.7	2.50	3.00	2.74	-9.80	2.83	79.24	7.2	8.1	3.7	2.09	3.3	2.4	1.6	2.1	1.9
2003	J	1-3	4.5	3.3	2.50	3.00	2.74	-9.34	2.91	80.15	7.8	7.4	3.6	2.27	3.3	2.9	1.6	1.1	1.9
	F	1-3	4.6	3.1	2.50	3.00	2.75	-8.61	2.97	81.78	7.3	6.3	3.2	2.40	3.3	2.9	1.7	1.1	2.1
	M	1-3	4.3	2.9	2.75	3.25	2.99	-7.72	3.28	83.22	6.5	5.5	3.2	2.50	3.1	2.7	1.7	0.1	1.8
	A	1-3	3.0	2.1	3.00	3.50	3.24	-6.92	3.35	85.07	7.0	5.2	3.0	2.28	2.8	2.1	2.7	-1.5	1.3
	M	1-3	2.9	2.3	3.00	3.50	3.24	-6.02	3.27	87.60	7.7	5.3	3.5	2.12	2.5	2.2	1.8	-2.7	1.8
	J	1-3	2.6	2.1	3.00	3.50	3.24	-5.11	3.11	90.45	7.9	5.4	3.3	2.04	2.1	2.0	2.1	-3.7	1.4
	J	1-3	2.2	1.8	2.75	3.25	2.99	-6.60	2.89	87.07	10.1	6.8	3.6	2.25	1.7	1.9	2.2	-2.1	2.1
	A	1-3	2.0	1.5	2.75	3.25	3.00	-6.68	2.80	87.11	9.5	6.7	3.5	2.29	1.7	1.7	2.2	-2.6	2.1
	S	1-3	2.2	1.7	2.50	3.00	2.75	-5.93	2.64	89.52	8.4	6.6	3.5	2.15	1.8	1.9	1.4	-3.8	2.7
	O	1-3	1.6	1.8	2.50	3.00	2.75	-4.85	2.71	92.25	7.1	6.2	3.0	2.38	1.8	1.8		-5.2	2.7
	N	1-3	1.6	1.8	2.50	3.00	2.75	-4.73	2.73	92.54	8.6	6.9		2.38	1.8	1.7		-5.5	2.3
	D				2.50	3.00	2.75	-4.68	2.66	92.87				2.41					2.7

\* Indice de référence selon la nouvelle définition annoncée le 18 mai 2001 : IPC hors les huit composantes les plus volatiles, à savoir les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, le transport interurbain, le tabac et les intérêts sur prêts hypothécaires de même que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes de l'IPC



# A2 (Suite)

Taux d'utilisation des capacités Ensemble des industries productrices de biens non agricoles	Prix et coûts				Accords salariaux		Indice des prix des produits de base établi par la Banque du Canada (données non désaisonnalisées)		Moyenne des cours acheteur et vendeur des titres			Année, trimestre ou mois
	IPC	Indice de réf-rence*	Indice de prix en chaîne du PIB	Coûts unitaires de main-d'œuvre	Secteur public	Secteur privé	Total	Produits de base non énergétiques	Bons du Trésor à 3 mois	Obligations de référence à 10 ans du gouvernement canadien	Obligations à rendement réel à 30 ans du gouvernement canadien	
78.3	74.2	5.6	2.8	2.9		3.4	4.3	-11.2	-11.8	7.43	8.32	4.45
78.2	76.4	1.5	1.8	1.3		2.0	2.6	-0.3	0.6	7.01	7.86	4.62
80.0	79.9	1.8	2.1	1.4		0.6	0.8	0.5	3.0	3.87	9.07	3.78
82.4	83.5	0.2	1.8	1.1		-	1.2	3.3	7.5	7.14	6.37	4.92
81.6	83.9	2.2	2.3	2.3		0.7	1.4	8.3	11.1	5.54	7.11	4.42
81.2	82.8	1.6	1.7	1.6		0.5	1.8	3.8	-1.2	2.85	6.37	4.09
82.5	83.6	1.6	1.9	1.2		1.1	1.9	-3.7	-4.3	3.99	5.61	4.14
83.3	84.3	0.9	1.3	-0.5		1.6	1.7	-15.3	-12.6	4.66	4.89	4.11
84.4	85.9	1.7	1.4	1.7		1.9	2.7	6.7	1.5	4.85	6.18	4.01
84.9	86.1	2.7	1.3	4.0		2.5	2.4	18.4	3.5	5.49	5.35	3.42
82.3	81.9	2.6	2.1	1.1		3.3	3.0	-5.2	-6.9	1.95	5.44	3.76
82.5	83.6	2.2	2.3	0.9		2.9	2.6	-5.9	-6.6	2.63	4.88	3.33
								20.1	8.8	2.57	4.66	2.79
85.4	86.6	2.4	0.9	1.2		2.3	3.8	14.5	1.4	4.85	6.18	4.01
85.2	86.1	2.8	0.6	5.2		2.4	3.0	30.1	20.0	5.27	6.03	3.80
84.7	85.6	1.7	1.3	6.3		2.5	2.7	4.7	-4.9	5.53	5.93	3.77
84.8	86.2	4.0	1.8	3.1		2.6	1.9	5.8	-17.6	5.56	5.75	3.60
84.9	86.3	4.2	2.5	2.3		3.1	2.3	17.0	-7.6	5.49	5.35	3.42
83.5	83.6	1.4	1.7	3.4		3.9	2.5	11.6	-5.5	4.58	5.41	3.45
83.4	83.0	4.7	2.9	-0.4		3.0	3.0	-16.0	23.0	4.30	5.73	3.53
81.6	81.0	0.3	2.1	-4.4		3.7	3.2	-38.1	-22.2	3.05	5.32	3.68
80.6	79.8	-1.8	0.7	-5.2		3.0	2.4	-41.3	-30.8	1.95	5.44	3.76
81.5	81.9	3.4	2.9	3.1		3.1	2.1	15.9	12.3	2.30	5.79	3.68
82.5	83.6	3.6	3.0	6.6		2.7	2.5	40.0	-1.8	2.70	5.37	3.42
83.1	84.6	4.3	2.8	2.3		3.2	2.4	2.8	-1.5	2.83	4.92	3.25
82.7	84.1	4.0	2.3	4.5		3.3	3.5	20.4	-4.0	2.63	4.88	3.33
82.7	83.9	5.7	4.1	7.9		2.9	2.4	82.0	14.1	3.14	5.13	3.08
81.3	82.5	-2.4	-0.7	-2.1		3.2	0.7	-17.4	14.8	3.07	4.37	2.99
81.2	82.2	1.5	1.0	3.3		3.3	2.4	0.6	20.8	2.58	4.64	3.08
								17.6	19.5	2.57	4.66	2.79
		2.1	3.0					6.7	0.8	2.63	4.88	3.33
		-0.1	-0.2					6.1	0.8	2.83	5.02	3.22
		1.1	0.8					13.5	3.4	2.88	4.93	3.06
		0.4	0.2					-8.4	-0.4	3.14	5.13	3.08
		-0.1	-					-6.1	0.5	3.19	4.90	3.13
		-0.7	-0.5					3.3	1.8	3.16	4.50	3.00
		-0.1	0.4					3.2	2.6	3.07	4.37	2.99
		0.1	-0.1					-3.4	-0.2	2.81	4.78	3.15
		0.1	-					1.6	2.2	2.71	4.96	3.15
		0.3	0.1					-1.8	3.6	2.58	4.64	3.08
		0.2	0.3					1.1	-0.8	2.64	4.85	3.00
		-	0.3					1.3	2.5	2.67	4.79	2.91
		0.3	0.4					8.5	1.7	2.57	4.66	2.79

\* Indice de référence selon la nouvelle définition annoncée le 18 mai 2001 : IPC hors les huit composantes les plus volatiles, à savoir les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, le transport interurbain, le tabac et les intérêts sur prêts hypothécaires de même que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes de l'IPC

Année, trimestre ou mois	Excédent ou déficit (-) des administrations publiques sur la base des comptes nationaux (en pourcentage du PIB)		Balance des paiements (en pourcentage du PIB)		Cours moyen au comptant du dollar E.-U. en dollars canadiens à midi (32)
	Gouvernement du Canada (28)	Ensemble des administrations publiques (29)	Solde de la balance commerciale (30)	Solde de la balance courante (31)	
1991	-5,4	-8,4	1,0	-3,7	1,1458
1992	-5,1	-9,1	1,3	-3,6	1,2083
1993	-5,5	-8,7	1,8	-3,9	1,2898
1994	-4,6	-6,7	2,6	-2,3	1,3659
1995	-5,9	-5,3	4,4	-0,8	1,3726
1996	-2,0	-2,8	5,1	0,5	1,3636
1997	0,7	0,2	2,9	-1,3	1,3844
1998	0,8	0,1	2,6	-1,2	1,4831
1999	0,9	1,6	4,3	0,3	1,4858
2000	1,8	3,0	6,3	2,9	1,4852
2001	1,2	1,4	6,4	2,4	1,5484
2002	1,0	0,8	5,0	2,0	1,5704
2003					1,4015
Taux annuels					
1999 IV	1,8	2,1	4,4	0,5	1,4726
2000 I	1,8	2,2	5,6	2,6	1,4538
II	1,3	3,2	6,0	2,6	1,4808
III	2,3	3,5	6,4	2,9	1,4822
IV	1,9	3,1	7,2	3,3	1,5258
2001 I	1,6	2,4	8,2	4,3	1,5280
II	1,8	2,3	6,9	3,2	1,5409
III	1,1	0,9	5,3	1,1	1,5453
IV	0,2	-	5,3	1,0	1,5803
2002 I	0,5	0,4	5,5	2,4	1,5946
II	0,9	0,5	5,0	2,2	1,5549
III	1,1	0,8	5,0	1,8	1,5628
IV	1,5	1,4	4,6	1,7	1,5698
2003 I	1,1	1,5	5,3	2,3	1,5102
II	-0,3	0,7	4,6	1,7	1,3984
III	1,0	1,0	5,1	2,4	1,3799
IV					1,3160
Trois derniers mois					
Taux mensuels					
2002 D					1,5993
2003 J					1,5410
F					1,5124
M					1,4759
A					1,4585
M					1,3845
J					1,3523
J					1,3815
A					1,3957
S					1,3632
O					1,3218
N					1,3126
D					1,3128

# Notes relatives aux tableaux

---

## Abréviations utilisées dans les tableaux

R Chiffres révisés

- Valeur nulle ou arrondie à zéro

Nota : Les espaces vides des colonnes signifient que les données ne sont pas disponibles ou ne s'appliquent pas. Une ligne horizontale dans le corps d'un tableau indique soit qu'il y a une rupture dans une série, soit que les données des périodes antérieures n'existent que sous une forme plus agrégée.

## A1

- (1) En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada ont annoncé conjointement l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener l'inflation au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. En décembre 1993, il a été décidé de maintenir cette fourchette jusqu'à la fin de 1998. En février 1998, son application a été prolongée jusqu'à la fin de 2001. De nouveau en mai 2001, celle-ci a été prolongée jusqu'à la fin de 2006.
- (2-3) Variation sur douze mois de l'indice des prix à la consommation (Tableau H8). L'indice de référence correspond à l'IPC hors les huit composantes les plus volatiles, à savoir les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, le transport interurbain, le tabac et les intérêts sur prêts hypothécaires de même que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes de l'IPC.
- (4-5) La *fourchette opérationnelle* est la fourchette de 50 points de base établie par la Banque du Canada pour l'évolution du taux moyen auquel les courtiers en valeurs mobilières financent au jour le jour leurs stocks de titres du marché monétaire.
- (6) *Taux du financement à un jour*. Il s'agit d'une estimation faite par la Banque du Canada. Cette mesure comprend le taux du financement obtenu par les principaux négociants du marché monétaire sous forme d'opérations générales de nantissement, notamment de pensions spéciales conclues avec la Banque du Canada, et sous forme de prêts à vue et de swaps de devises. Avant 1996, toutes les opérations de pension étaient exclues à l'exception de celles qui étaient conclues directement avec la Banque du Canada. Ces dernières sont prises en compte dans les calculs depuis 1995.
- (7) *L'indice des conditions monétaires (ICM)* est une somme pondérée des variations qu'enregistrent le taux du papier commercial à 90 jours et l'indice C-6 des cours du dollar canadien pondérés en fonction des échanges commerciaux (voir la note technique publiée dans la livraison de l'hiver 1998-1999 de la *Revue de la Banque du Canada*, pages 125 et 126). L'ICM correspond à la somme des variations du taux d'intérêt et du tiers des variations du taux de change. La Banque ne s'efforce pas, à court terme, de maintenir l'ICM à un niveau précis. Voir la livraison de mai 1995 du *Rapport sur la politique monétaire*, page 15.
- (8) *Taux du papier commercial à 90 jours*. Il s'agit d'une estimation, faite à la Banque du Canada, des taux effectivement pratiqués sur le marché par les principaux emprunteurs à la date indiquée.
- (9) L'indice C-6 est une moyenne pondérée des cours du dollar canadien par rapport aux grandes monnaies. (Voir la note technique publiée dans la livraison d'hiver 1998-1999 de la *Revue de la Banque du Canada*, pages 125 et 126.) Les poids attribués aux divers pays s'appuient sur le volume des échanges commerciaux du Canada avec chacun de ces pays au cours des années 1994, 1995 et 1996. L'année de base de l'indice est 1992 (c'est-à-dire que l'indice C-6 est égal à 100 en 1992). L'indice C-6 est plus large que l'indice auparavant utilisé, qui était fondé sur les monnaies des pays du Groupe des Dix, puisqu'il inclut tous les pays de l'Union économique et monétaire européenne.
- (10) M1 brut : monnaie hors banques, plus les comptes de chèques des particuliers, les comptes courants et les corrections apportées à M1 qui sont décrites dans les notes relatives au Tableau E1 (*Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada*)
- (11) M1++ : M1+ plus les dépôts à préavis non transférables par chèque dans les banques et tous les dépôts non transférables par chèque dans les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire, les caisses populaires et les credit unions, moins les dépôts interbancaires à préavis non transférables par chèque, auxquels s'ajoutent les corrections effectuées pour assurer la continuité des données

## A1 (suite)

- (12) M2++ : M2+ plus les obligations d'épargne du Canada, les montants cumulatifs nets versés dans les fonds communs de placement autres que les fonds du marché monétaire en dollars canadiens (lesquels sont déjà comptabilisés dans M2+)
  - (13) L'écart de rendement entre les *obligations classiques* et à *rendement réel* est calculé en fonction de la moyenne des cours acheteur et vendeur, à la clôture, d'une émission d'obligations à long terme prédéterminée. Les variations des taux de rendement observées sur une période peuvent être partiellement imputables au remplacement de l'émission par une autre plus pertinente. Le rendement des obligations à rendement réel est calculé en fonction de la moyenne des cours acheteur et vendeur établie à la clôture le dernier mercredi du mois et se rapporte aux obligations à rendement réel 4,25 % arrivant à échéance le 1<sup>er</sup> décembre 2026. Avant le 7 décembre 1995, l'émission de référence était l'émission 4,25 % échéant le 1<sup>er</sup> décembre 2021.
  - (14-15) IPCX exclut les huit composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. IPCP multiplie chacune des pondérations des composantes du panier de l'IPC par un facteur qui est inversement proportionnel à la variabilité de la composante. Pour plus de renseignements, voir l'article intitulé « Mesures statistiques du taux d'inflation tendanciel » et publié dans la livraison d'automne 1997 de la *Revue de la Banque du Canada*, pages 29-47.
  - (16) *Coûts unitaires de main-d'œuvre*. Il s'agit du revenu total du travail par unité produite (PIB réel aux prix de base).
  - (17) IPPI : indice des prix des produits industriels. Cet indice englobe les prix des produits finis qui sont les plus couramment utilisés à des fins de consommation immédiate ou d'investissement.
  - (18) Les chiffres relatifs aux gains horaires moyens des employés permanents sont tirés de la publication de Statistique Canada intitulée *Information population active* (n° 71-001 au catalogue).
- (2) M1+ : M1 brut plus les dépôts à préavis transférables par chèque dans les banques, tous les dépôts transférables par chèque dans les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire, les caisses populaires et les credit unions (desquels sont retranchés les dépôts de ces institutions), plus les corrections effectuées pour assurer la continuité des données
  - (3) M1++ : M1+ plus les dépôts à préavis non transférables par chèque dans les banques et tous les dépôts non transférables par chèque dans les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire, les caisses populaires et les credit unions, moins les dépôts interbancaires à préavis non transférables par chèque, auxquels s'ajoutent les corrections effectuées pour assurer la continuité des données
  - (4) M2+ : M2 plus les dépôts dans les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire et dans les caisses d'épargne publiques, les dépôts et les parts sociales dans les caisses populaires et les credit unions, les rentes individuelles offertes par les compagnies d'assurance vie, les fonds communs de placement du marché monétaire et les corrections apportées à M2+ qui sont décrites dans les notes relatives au Tableau E1
  - (5) M2++ : M2+ plus les obligations d'épargne du Canada, les montants cumulatifs nets versés dans les fonds communs de placement autres que les fonds du marché monétaire en dollars canadiens (lesquels sont déjà comptabilisés dans M2+)
  - (6) Crédits à court terme aux entreprises (Tableau E2)
  - (7) Ensemble des crédits aux entreprises (Tableau E2)
  - (8) Crédit à la consommation (Tableau E2)
  - (9) Crédit hypothécaire à l'habitation (Tableau E2)
  - (10) Produit intérieur brut à prix courants (Tableau H1)
  - (11) Produit intérieur brut en dollars enchaînés de 1997 (Tableau H2)
  - (12) Produit intérieur brut par branche d'activité (Tableau H4)
  - (13) Personnes ayant un emploi, d'après l'Enquête sur la population active (militaires exclus) (Tableau H5)
  - (14) Taux de chômage, en pourcentage de la population active (Tableau H5)
  - (15-16) Les données relatives aux taux d'utilisation des capacités sont tirées de la publication trimestrielle de Statistique Canada intitulée *Taux d'utilisation de la capacité industrielle au Canada* (n° 31-003 au catalogue), qui fournit un aperçu de la méthodologie employée. Les *industries productrices de biens non agricoles* comprennent l'exploitation forestière, les mines, les carrières et les puits de pétrole, les industries manufacturières, la distribution de gaz et d'électricité et la construction.
  - (17) Indice des prix à la consommation (Tableau H8)

## A2

La plupart des données du Tableau A2 sont tirées des séries publiées dans d'autres tableaux des *Statistiques bancaires et financières*. On trouvera ci-dessous, pour chaque colonne de données, une description détaillée et, le cas échéant, le numéro du tableau des *Statistiques bancaires et financières* d'où proviennent les chiffres.

- (1) M1 brut : monnaie hors banques, plus les comptes de chèques des particuliers, les comptes courants et les corrections apportées à M1 qui sont décrites dans les notes relatives au Tableau E1

## A2 (suite)

- (18) Indice des prix à la consommation hors les huit composantes les plus volatiles, à savoir les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, le transport interurbain, le tabac et les intérêts sur prêts hypothécaires de même que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes de l'IPC (Tableau H8)
- (19) Indice de prix en chaîne du produit intérieur brut (Tableau H3)
- (20) Revenu total du travail par unité produite (PIB réel aux prix de base)
- (21-22) Les données relatives aux accords salariaux sont publiées par Développement des ressources humaines Canada. Elles représentent l'augmentation annuelle effective du taux de rémunération de base stipulée dans les nouvelles conventions collectives (assorties ou non de clauses de vie chère) et ne concernent que les unités de négociation comptant au moins 500 employés.
- (23-24) Indices des prix des produits de base de la Banque du Canada : indice global et indice hors énergie (Tableau H9)
- (25) Le rendement des *bons du Trésor* est calculé en fonction de la moyenne des cours acheteur et vendeur types observés le mercredi indiqué.
- (26-27) *Quelques rendements d'obligations types du gouvernement canadien*. Les taux indiqués sont calculés en fonction de la moyenne des cours acheteur et vendeur, à la clôture, de certaines émissions d'obligations du gouvernement canadien dont les échéances correspondent à peu près à celles indiquées. Les variations des taux de rendement observées sur une période peuvent être partiellement imputables au remplacement d'une émission par une autre plus pertinente. Le rendement des *obligations à rendement réel* est calculé en fonction de la moyenne des cours acheteur et vendeur établie à la clôture le dernier mercredi du mois et se rapporte aux obligations à rendement réel 4,25 % arrivant à échéance le 1<sup>er</sup> décembre 2026. Avant le 7 décembre 1995, l'émission de référence était l'émission 4,25 % échéant le 1<sup>er</sup> décembre 2021.
- (28-29) Les données relatives à l'excédent ou au déficit budgétaire de l'État sont tirées des *Comptes nationaux des revenus et dépenses* (n<sup>o</sup> 13-001 au catalogue), où elles figurent sous la rubrique « prêt net ».
- (30) Solde commercial établi sur la base de la balance des paiements (Tableau J1)
- (31) Solde des transactions courantes établi sur la base de la balance des paiements (Tableau J1)
- (32) Moyenne des cours au comptant du dollar É.-U. en dollars canadiens à midi (Tableau I1)

