



REVUE DE LA BANQUE DU CANADA



La Revue de la Banque du Canada est une publication trimestrielle s'adressant aux spécialistes des domaines économique, financier et bancaire, aux universitaires, aux établissements d'enseignement, aux bibliothèques et au grand public. Elle contient des commentaires sur l'actualité économique et des articles de fond sur l'économie canadienne et le milieu des banques centrales, ainsi que des tableaux statistiques synoptiques. On peut consulter la Revue de la Banque du Canada dans le site Web de la Banque (www.banqueducanada.ca/fr/revue/revlis-f.htm).

Hiver 2004-2005

La Banque du Canada, prêteur de dernier ressort

Fred Daniel, Walter Engert et Dinah Maclean

La Banque du Canada constitue pour le système financier du pays la source ultime de liquidités en monnaie nationale. Elle a donc la capacité unique de générer des créances en dollars canadiens sur la banque centrale et le pouvoir de consentir des prêts ou des avances garantis à des banques commerciales et à d'autres membres de l'Association canadienne des paiements. Dans le cadre du mécanisme permanent d'octroi de liquidités, la Banque accorde régulièrement des crédits à un jour aux institutions qui participent directement au système de transfert des paiements de grande valeur; elle peut également fournir une aide d'urgence aux institutions de



dépôt solvables qui ont besoin de crédits plus importants pour une période prolongée. Les auteurs examinent la politique qui régit la fonction de prêteur de dernier ressort de la Banque, de même que les principaux enjeux liés au mécanisme permanent d'octroi de liquidités et à l'aide d'urgence qui est offerte, les modalités dont sont assortis ces deux types de prêts et leurs critères d'admissibilité. L'article traite aussi des prêts d'urgence en monnaies étrangères, de la relation entre le mécanisme permanent d'octroi de liquidités et l'aide d'urgence, du risque systémique et de l'intervention de la Banque du Canada ainsi que du genre de situation où des liquidités pourraient être consenties aux principaux systèmes de compensation et de règlement.

La dynamique de la courbe de rendement des obligations du gouvernement canadien de 1986 à 2003

Grahame Johnson

Cet article décrit une base de données historique que la Banque du Canada a créée sur les courbes de rendement coupon zéro des obligations du gouvernement canadien. Il présente en outre les résultats d'une première analyse statistique du comportement des taux d'intérêt coupon zéro (ou taux au comptant) au cours de l'ensemble de la période d'observation et de deux sous-périodes distinctes.

L'article porte plus précisément sur les points suivants : l'évolution en niveau de taux d'intérêt clés et de certains attributs représentatifs des courbes de rendement; les variations quotidiennes de ces taux d'intérêt et de ces attributs; la détermination d'un nombre relativement restreint de facteurs qui ont dicté le comportement de la courbe de rendement; et le rendement total qu'on aurait obtenu en détenant des obligations de diverses échéances pendant une durée précise.

Enquête sur les pratiques des entreprises canadiennes en matière d'établissement des prix

*David Amirault, Carolyn Kwan
et Gordon Wilkinson*

Afin de mieux comprendre le processus d'établissement des prix au sein de l'économie canadienne, les bureaux régionaux de la Banque ont sondé un échantillon représentatif constitué de 170 entreprises entre juillet 2002 et mars 2003. Les auteurs passent en revue les facteurs ayant motivé la tenue de cette enquête ainsi que la méthode utilisée pour constituer le questionnaire et réaliser les entrevues, et ils résument les réponses obtenues. L'enquête visait également à évaluer l'importance de plusieurs facteurs susceptibles d'amener les entreprises à résister aux pressions du marché en faveur d'un rajustement des prix. Les résultats de l'enquête montrent que les prix sont relativement flexibles au Canada et que cette flexibilité s'est accrue durant la dernière décennie. En général, la rigidité des prix découlerait de la peur de mécontenter les clients ou de nuire aux bonnes relations de l'entreprise ou à sa réputation. Les auteurs examinent également les implications de leurs résultats pour la politique monétaire.

Printemps 2005

Le processus de croissance à long terme de la Chine et ses retombées sur le Canada

*Michael Francis, François Painchaud
et Sylvie Morin*

Au cours des 25 dernières années, la Chine, qui était un pays à économie planifiée, a adopté de nombreuses réformes et est graduellement devenue une économie de marché socialiste, capable de générer une croissance économique robuste et durable. Son intégra-



tion croissante au sein de l'économie mondiale, alimentée par cette expansion récente et rapide, a déjà commencé à influencer sur l'activité d'autres pays et à poser des défis pour les décideurs, en Chine et à l'étranger. En plus d'analyser les déterminants de la croissance antérieure et actuelle de la Chine, les auteurs étudient les facteurs susceptibles de favoriser l'essor soutenu du pays dans l'avenir et en évaluent les retombées sur les économies canadienne et mondiale.

Frontières, monnaies communes, commerce et bien-être : que pouvons-nous déduire de l'observation des faits?

John F. Helliwell et Lawrence L. Schembri

Les données récentes indiquent que les échanges économiques à l'intérieur d'un même pays et entre les pays n'ont absolument pas la même intensité : les liens sont beaucoup plus étroits à l'intérieur des frontières nationales qu'entre les pays. Toutefois, ces résultats ne signifient pas nécessairement que les frontières et les monnaies nationales constituent d'importants obstacles au commerce qu'il faut éliminer, puisqu'ils concordent également avec l'hypothèse voulant que les échanges intérieurs soient plus efficaces parce que les producteurs nationaux sont mieux en mesure de répondre aux besoins et aux goûts des consommateurs locaux, grâce à la présence d'institutions communes ainsi que de réseaux sociaux et informationnels locaux. Mettant l'accent principalement sur les liens commerciaux à l'intérieur du Canada et des États-Unis ainsi qu'entre les deux pays, les auteurs passent en revue les données disponibles concernant l'effet négatif des frontières nationales sur l'étroitesse des liens économiques internationaux, en ce qui

touche surtout le commerce des biens et des services, et en évaluent l'incidence sur le bien-être du pays. Ils examinent également les données relatives aux conséquences de l'utilisation de monnaies communes pour le commerce et le bien-être. Comme les modèles empiriques employés jusqu'à maintenant ne permettent pas de cerner l'explication appropriée, les auteurs estiment qu'il n'est pas encore possible de tirer des conclusions définitives pour la mise en œuvre des politiques.

Résumé du colloque *Le Canada dans l'économie mondiale*

Lawrence L. Schembri

Le colloque économique de 2004 de la Banque du Canada a porté sur les liens réels et financiers entre l'économie canadienne et le reste du monde. Même si le Canada a énormément profité de son ouverture au commerce international de biens, de services et d'actifs financiers, les principaux chocs ayant frappé son économie ces dernières années sont venus pour beaucoup de l'étranger. C'est pourquoi comprendre la nature et l'ampleur des liens avec l'extérieur, leurs implications pour notre économie ainsi que le processus par lequel cette dernière s'ajuste aux chocs externes revêt une importance critique au regard de la formulation de la politique monétaire et du suivi du système financier. L'article explique l'objet de la rencontre — permettre aux économistes d'approfondir leur compréhension de ces questions de fond —, donne un aperçu des études soumises à chacune des cinq séances de travail et présente un résumé de la conférence principale ainsi que des discussions des participants à la séance de clôture.



Été 2005

Changements survenus dans les propriétés d'indicateur des agrégats monétaires au sens étroit

Tracy Chan, Ramdane Djoudad et Jackson Loi

Même si de nombreux pays ont abandonné la poursuite de cibles monétaires au cours des récentes décennies, les agrégats monétaires demeurent utiles comme indicateurs avancés de l'activité économique. Les recherches antérieures ont montré que les agrégats M1 net et M1 brut (mesurés en termes réels) ont traditionnellement été de bons indicateurs de la croissance future de la production comparativement aux autres agrégats. Cependant, avec les innovations financières et l'élimination des réserves obligatoires au cours des 20 dernières années, il est devenu très difficile pour les institutions financières de distinguer les dépôts à vue des dépôts à préavis. Aussi le moment paraît-il venu de réexaminer la valeur informative des agrégats monétaires au sens étroit dont la définition repose sur cette distinction. Au terme d'une analyse de la période qui va du premier trimestre de 1975 au premier trimestre de 2005, les auteurs concluent que les propriétés des agrégats monétaires étroits comme indicateurs avancés se sont modifiées au fil des ans et que M1+ réel se révèle depuis 1993 un meilleur indicateur de la croissance future de la production que ne le sont M1 net et M1 brut réels.

L'incidence des décisions inattendues de politique monétaire sur le marché des titres à revenu fixe

Jason Andreou

Afin de mieux comprendre les retombées des mesures de politique monétaire de la Banque

du Canada sur les rendements des obligations et des bons du Trésor, Andreou évalue l'incidence des annonces au sujet du taux directeur sur les obligations à court et à long terme durant la période allant de 1996 à 2004. Pour faciliter l'analyse, les mesures en question sont décomposées en parts attendue et inattendue. L'auteur cherche aussi à déterminer si l'introduction du régime des dates d'annonce préétablies a eu une influence sur les résultats, y compris sur les perceptions du marché. La principale constatation est que les décisions inattendues de la Banque ont un effet significatif sur la portion à court terme de la courbe de rendement, mais cet effet décroît au fur et à mesure que l'échéance augmente. La deuxième constatation, soit que l'incidence d'une décision inattendue de la Banque sur les taux d'intérêt à long terme est moindre depuis l'adoption du régime des dates d'annonce préétablies, donne à penser que les objectifs à long terme de la politique monétaire menée par la Banque sont bien compris et qu'ils sont crédibles.

Les dernières tendances en matière de placement et de gestion du risque dans le secteur canadien des régimes de retraite à prestations déterminées

Eric Tuer et Elizabeth Woodman

Les régimes de retraite à prestations déterminées englobent la majeure partie des actifs détenus dans les régimes de pension d'employeur. Depuis quelques années, un certain nombre de régimes à prestations déterminées sont sous-capitalisés, ce qui tranche nettement avec la situation des années 1990, où une grande partie d'entre eux affichaient d'importants excédents actuariels. La détérioration de la santé financière des régimes à prestations déterminées a mis en lumière les divers problèmes de structure à long terme qui pourraient



rendre plus difficile encore pour les promoteurs la gestion du risque financier associé à de tels régimes. Tuer et Woodman examinent comment les déficits de capitalisation, l'importance grandissante accordée à la gestion du risque, le climat de faibles rendements et les nouvelles conceptions à l'égard des placements influent sur les décisions d'investissement des gestionnaires de caisses de retraite à prestations déterminées au Canada. Ils s'intéressent au mode de capitalisation de ces régimes et aux nouvelles conceptions de la prime de risque sur les actions, puis abordent la question de l'adoption de plus en plus courante de méthodes de placement axées sur le passif et des répercussions de ce changement sur les placements des caisses de retraite. Les auteurs se penchent également sur d'autres influences que subit le secteur des régimes de retraite, dont : l'offre limitée d'obligations à long terme; l'élimination de la règle sur les biens étrangers; et le mouvement en faveur de la comptabilisation à la valeur actuelle et d'une approche d'évaluation actuarielle des régimes fondée sur des principes d'économie financière. Ils donnent enfin un aperçu des effets de ces facteurs sur les marchés financiers.

Automne 2005

Les exportations, les importations et l'appréciation du dollar canadien

Richard Dion, Michel Laurence et Yi Zheng

L'évaluation objective des effets que l'appréciation enregistrée par le dollar canadien en 2003 et 2004 a eus sur les importations et les exportations exige un examen détaillé des nombreux autres facteurs ayant pu entrer en ligne de compte. Dion, Laurence et Zheng analysent les

influences qu'ont subies les échanges extérieurs du Canada ces deux dernières années, y compris les mouvements du taux de change, les chocs mondiaux ou sectoriels, les entraves à l'offre nationale de certains produits et la concurrence livrée par les économies émergentes, en particulier la Chine. L'analyse est complétée par des modèles économétriques que la Banque a mis au point et qui fournissent des estimations statistiquement valides de l'incidence de la hausse du dollar canadien sur le profil d'évolution récent des exportations et des importations.

L'incidence de l'appréciation du dollar canadien sur les entreprises du pays : résultats des enquêtes de la Banque du Canada sur les perspectives des entreprises

Jean Mair

Pour savoir comment les entreprises ont été touchées par l'appréciation du dollar canadien en 2003 et 2004 et quelles mesures elles ont prises pour y réagir, la Banque a ajouté des questions à l'enquête sur les perspectives des entreprises que mènent chaque trimestre ses bureaux régionaux. Environ la moitié des firmes sondées ont déclaré être désavantagées par l'appréciation de la monnaie du pays, une sur quatre s'est dite avantagée, tandis que les autres ont affirmé que l'effet était neutre pour elles. Jean Mair classe et résume les réactions des entreprises, en indiquant les secteurs qui ont été les plus et les moins durement atteints. Elle explique pourquoi les firmes ont été favorisées ou pénalisées par l'appréciation du dollar. Elle examine aussi les mesures adoptées au fil du temps en réponse à l'appréciation pour voir ce qu'elles peuvent nous apprendre sur le processus d'ajustement des entreprises.



Quels sont les déterminants des taux de change?

Jeannine Bailliu et Michael R. King

La compréhension des causes à l'origine des variations du taux de change représente un défi constant pour les économistes. Malgré des recherches approfondies, les modèles macroéconomiques traditionnels de détermination du taux de change — à l'exception de l'équation de taux de change de la Banque du Canada — n'ont pas obtenu beaucoup de succès. Cette lacune a incité des économistes à explorer de nouvelles méthodes de modélisation fondées sur des cadres d'analyse plus complexes et plus réalistes. Dans le contexte de la forte appréciation que le dollar canadien a connue en 2003 et 2004, Bailliu et King passent en revue les différents modèles de taux de change macroéconomiques ainsi que les modèles microstructurels qui mettent en relief l'importance des mécanismes de transaction, de l'asymétrie d'information et de l'hétérogénéité des investisseurs dans la compréhension de la dynamique de court terme des taux de change. Les auteurs dressent un bilan des connaissances actuelles concernant les déterminants du taux de change, soulignent les récentes percées dans ce domaine et dégagent de nouveaux axes de recherche prometteurs.

Le taux de change et la poursuite d'une cible d'inflation au Canada

Christopher Ragan

Un taux de change flottant pouvant s'ajuster librement aux chocs qui frappent les économies canadienne et mondiale constitue une composante essentielle du cadre de maîtrise de l'inflation de la Banque du Canada. Ce taux de change joue un rôle important dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire. D'un point de vue pratique, il est intéressant de se demander comment la Banque intègre les fluctuations du taux de change dans le processus décisionnel relatif à la conduite de la politique monétaire. C'est seulement après avoir établi la cause et le degré de persistance d'une variation du taux de change, ainsi que son effet net probable sur la demande globale, que la Banque peut déterminer la mesure de politique monétaire à appliquer pour garder l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible. Ragan se penche sur la nécessité de poursuivre des cibles d'inflation et sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire, y compris sur le rôle du taux de change, avant de décrire deux catégories de variations du taux de change et leurs implications pour la politique monétaire.