

La transmission de la politique monétaire au Canada

Banque du Canada



1996

893-49-90-555

CN ISSN 0-660-95252-1

Imprimé au Canada sur papier recyclé

La transmission de la politique monétaire au Canada

Banque du Canada

L'incertitude et la transmission de la politique monétaire au Canada5

Gordon Thiessen

La mise en œuvre de la politique monétaire au Canada.....21

Bruce Montador

*La gestion des encaisses : principale technique employée par la
Banque du Canada dans la conduite de la politique monétaire39*

Kevin Clinton

*Les opérations de vente à réméré dans la conduite de la politique
monétaire57*

Kevin Clinton et Kevin Fetting

*Le mécanisme de transmission de la politique monétaire au
Canada, des mesures prises par la banque centrale aux taux
d'intérêt administrés69*

Kevin Clinton et Donna Howard

*Le recours aux indicateurs et à l'indice des conditions monétaires
au Canada.....75*

Charles Freedman

*Le rôle des conditions monétaires et de l'indice des conditions
monétaires dans la conduite de la politique91*

Charles Freedman

*Étude empirique du mécanisme de transmission de la politique
monétaire au Canada – Une approche globale99*

Pierre Duguay

*Le rôle des projections économiques dans la formulation de la
politique monétaire au Canada.....123*

Pierre Duguay et Stephen Poloz

Les opérations de la Banque du Canada sur les marchés financiers137

Tim Noël

INTRODUCTION

Lorsque le gouverneur, Gordon Thiessen, a été invité par le Collège Glendon à prononcer la conférence HERMES de 1995, il a choisi de consacrer l'essentiel de ses propos à la conception que la Banque du Canada a du mécanisme de transmission de la politique monétaire. Le mécanisme de transmission est la chaîne de réactions que la Banque déclenche en ajustant le niveau des encaisses de règlement qu'elle met à la disposition des institutions financières, réactions qui se font d'abord sentir sur les marchés financiers puis se répercutent sur la dépense, la production, l'emploi et les prix. L'intérêt généralisé qu'a suscité le thème de la conférence HERMES a inspiré la publication du présent ouvrage.

Au cours des dernières années, un certain nombre d'articles ont été publiés sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire par différents chercheurs de la Banque; afin de favoriser une meilleure compréhension du sujet, nous avons décidé de tous les réunir ici. Leurs auteurs s'intéressent surtout au premier volet du mécanisme de transmission, à savoir les répercussions des mesures prises par la Banque sur les marchés financiers, qui ont été moins étudiées et sont moins bien comprises que les liens unissant les marchés financiers à la dépense et à l'inflation.

Dans la conférence HERMES, placée en tête de l'ouvrage, le gouverneur de la Banque décrit les différents éléments du mécanisme de transmission; il y met en relief l'incertitude qui se manifeste à chaque étape du processus de transmission de même que les initiatives que la Banque prend pour rendre ses objectifs et le mode de mise en œuvre de la politique monétaire plus transparents et ainsi réduire l'incertitude.

Bruce Montador passe en revue les divers instruments utilisés par la Banque pour mettre en œuvre la politique monétaire. Ces derniers sont analysés plus en détail dans l'article de Kevin Clinton sur les techniques de gestion des encaisses et dans celui de Clinton et Fetting sur les opérations de vente à réméré. Clinton et Howard examinent l'incidence de l'élimination des réserves obligatoires sur les liens qui existent entre le taux d'intérêt à un jour – le taux que la Banque est le plus en mesure d'influencer – et les autres taux d'intérêt.

Dans un premier article, Charles Freedman expose les raisons qui motivent l'utilisation de l'indice des conditions monétaires (ICM), une mesure combinant les variations des taux d'intérêt et celles du taux de change. Il examine, dans un second article, la manière dont les considérations d'ordre stratégique et tactique influent sur le choix du sentier d'évolution de l'ICM. Pierre Duguay analyse ensuite certains résultats empiriques obtenus sur les liens qui vont, d'une part, des

taux d'intérêt et du taux de change à la dépense globale au Canada, et, d'autre part, de la dépense globale et du taux de change à l'inflation. Dans un autre article, Duguay et Poloz traitent du rôle des projections économiques dans la formulation de la politique monétaire au Canada. Le dernier texte, que signe Tim Noël, relate certaines modifications importantes que la Banque vient d'apporter à la façon dont elle met en œuvre la politique monétaire et intervient sur les marchés financiers.

Les textes rassemblés décrivent en détail les arrangements en vigueur durant la première moitié des années 90. Au cours des deux ou trois prochaines années, les modalités de mise en œuvre de la politique monétaire subiront d'autres modifications majeures par suite de l'implantation, prévue pour le premier semestre de 1997, du système de transfert des paiements de grande valeur, que l'Association canadienne des paiements est en train d'édifier. Ces changements et d'autres encore touchant le fonctionnement du mécanisme de transmission feront périodiquement l'objet d'articles dans la *Revue de la Banque du Canada*. Nous invitons aussi les intéressés à consulter, dès leur parution, les actes d'un colloque tenu récemment par la Banque sur les marchés monétaires et les opérations de la banque centrale.

L'incertitude et la transmission de la politique monétaire au Canada

Gordon G. Thiessen

Il y a un peu plus de sept ans, John Crow, mon prédécesseur, a donné une conférence à l'université de l'Alberta sous les auspices de la Fondation Eric J. Hanson. À cette occasion, il a traité d'un certain nombre de questions qui se rapportent à la conduite de la politique monétaire canadienne, à savoir l'objectif de cette politique, le mécanisme par lequel son action se transmet, l'utilisation des agrégats monétaires dans la définition des politiques, l'incertitude sur les marchés financiers et le rôle du taux de change. Sept ans plus tard, ces questions sont toujours d'actualité.

Aujourd'hui, je voudrais faire porter l'essentiel de mes propos sur l'interaction qui existe entre deux de ces questions, soit l'incertitude et la transmission de la politique monétaire à l'ensemble de l'économie. Quelle influence les différents types d'incertitude ont-ils sur le comportement des agents économiques? Comment ces incertitudes agissent-elles sur la transmission de la politique monétaire au sein de l'économie? Je vais exposer, dans la première partie de ma conférence, la conception que la Banque du Canada a du mécanisme de transmission de la politique monétaire, en

insistant particulièrement sur le rôle que joue l'incertitude. Dans la deuxième partie, j'examinerai les différents moyens que la Banque a employés pour tenter de réduire l'incertitude.

Mais avant d'entrer dans le vif du sujet, permettez-moi de faire un survol des différents types d'incertitude qui se répercutent sur l'économie et sur le processus d'élaboration de la politique économique. Il y a en premier lieu l'incertitude découlant du fait que des événements en grande partie inattendus peuvent survenir. Les chocs de cet ordre peuvent être d'origine étrangère ou interne. La montée des taux d'intérêt à long terme aux États-Unis au cours du premier semestre de 1994 en est un exemple récent. Des chocs peuvent aussi être engendrés par des événements qui vont certainement se produire, mais dont la nature précise ou les résultats restent incertains, comme le dépôt d'un budget ou la tenue prochaine du référendum sur l'avenir du Québec.

Le second type d'incertitude se manifeste lorsque le secteur privé ne voit pas clairement les objectifs à long terme que visent les politiques économiques. Et ce qui complique encore plus

les choses, c'est que ces deux types d'incertitude peuvent se conjuguer lorsque les marchés ne savent pas exactement comment interpréter la réaction des autorités à un choc et qu'ils se demandent si les mesures prises par la banque centrale reflètent un changement d'orientation à long terme ou si elles constituent simplement une réaction au choc. L'une des raisons pour lesquelles les marchés peuvent ne pas savoir quel sens donner aux mesures prises par la banque centrale est la divergence qui peut exister entre la perception qu'ils ont du choc et celle qu'a cette dernière. En particulier, les marchés et la banque centrale peuvent diverger d'opinion quant à la durée probable du choc et aux conséquences qu'il pourrait avoir pour l'économie.

Lorsqu'elle arrête ses mesures de politique monétaire, la banque centrale ne sait pas non plus comment les milieux financiers et le public réagiront à ses déclarations et à ses actions. La réaction sera-t-elle la même que par le passé, ou les relations économiques seront-elles différentes cette fois-ci? De quelle façon, par exemple, la demande globale réagira-t-elle à des mesures qui entraînent des mouvements des taux d'intérêt et du taux de change? Et comment l'inflation et les anticipations d'inflation seront-elles influencées par ces mesures?

Que peut faire la banque centrale pour réduire l'incertitude? Elle peut d'abord essayer de dissiper quelque peu l'incertitude que suscite dans le public et sur les marchés financiers la façon dont elle réagit aux différents chocs. Elle y parviendra en clarifiant l'objectif à long terme de la politique monétaire et les cibles à court terme sur lesquelles elle axe ses mesures de politique monétaire et en faisant connaître sa propre interprétation de l'évolution de la situation économique. Par ailleurs, en s'engageant à réaliser un objectif à long terme et en ne dérogeant pas à cet engagement, ainsi qu'en atténuant l'incertitude que soulèvent ses

propres réactions aux chocs, la banque centrale peut réussir à modérer l'effet que ces chocs auront sur le comportement du secteur privé.

En bref, l'incertitude se manifeste partout, et sous différentes formes. C'est un phénomène qui, compte tenu de son ampleur, mérite une attention beaucoup plus grande que celle qu'on lui accorde généralement dans les études théoriques sur la politique monétaire, qui trop souvent n'en font pas grand cas. Je vais tenter de combler cette lacune dans le reste de ma conférence, qui est consacré au mécanisme de transmission de la politique monétaire et aux initiatives prises par la Banque pour réduire l'incertitude.

LE MÉCANISME DE TRANSMISSION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Lorsqu'une banque centrale prend des mesures de politique monétaire, elle déclenche une chaîne de réactions qui se fait d'abord sentir sur les marchés financiers, se répercute ensuite sur le niveau de la dépense, de la production et de l'emploi et, finalement, agit sur le niveau des prix ou, plus précisément, sur le taux d'augmentation du niveau des prix. Les économistes appellent cette chaîne le «mécanisme de transmission».

La banque centrale met en œuvre ses mesures de politique monétaire grâce au contrôle qu'elle exerce sur l'émission d'un actif financier capital, généralement désigné par l'expression «base monétaire» dans les textes économiques. La base monétaire, qui comprend les billets de banque émis par la banque centrale ainsi que les dépôts que les institutions financières tiennent auprès de cette dernière, tire son importance du fait qu'elle représente la forme ultime de liquidité dans le système financier. Les institutions financières détiennent de telles liquidités, qui ne

comportent pas de risque de défaillance et ont une valeur immédiate, pour régler entre elles les flux nets résultant des paiements qui s'effectuent quotidiennement au sein de l'économie.

Par définition, la politique monétaire concerne le rythme de croissance de la masse monétaire. La cadence à laquelle la banque centrale laisse la base monétaire s'accroître au fil des ans a pour effet de favoriser ou de freiner l'expansion de la monnaie et du crédit au sein du système financier. Cela, à son tour, se répercute sur la demande de biens et de services. Et c'est le niveau de la demande par rapport à la capacité de l'économie de produire des biens et des services qui, finalement, détermine le taux d'inflation.

Cependant, dans la pratique, le rapport qui s'établit entre, d'une part, la base monétaire et, d'autre part, les agrégats de la monnaie et du crédit ou encore les mesures de la demande globale n'est pas suffisamment stable pour permettre à la Banque du Canada de conduire sa politique en faisant augmenter la base monétaire à une cadence donnée. Comme vous allez vous en rendre compte lorsque je décrirai tout à l'heure le processus de transmission, au Canada nous fondons plutôt nos décisions en matière de politique monétaire sur les liens qui unissent la base monétaire aux taux d'intérêt et au taux de change ainsi que sur ceux qui lient ces prix du marché financier à la demande globale puis à l'inflation.

La façon dont les mesures de politique monétaire se répercutent sur le taux d'inflation a fait l'objet d'un examen approfondi au cours des ans. Certains aspects du mécanisme de transmission de ces mesures, comme l'incidence que les mouvements des taux d'intérêt ont sur la demande globale et sur l'inflation, ont beaucoup retenu l'attention. D'autres, comme le rapport entre les mesures prises par la banque centrale et les variations des taux d'intérêt et du taux de change, ont suscité relativement peu d'intérêt à

l'extérieur des banques centrales. Ce que je compte examiner maintenant avec vous, c'est le rôle que jouent les marchés financiers dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire et l'influence que les différents types d'incertitude ont sur la manière dont ces marchés réagissent à l'évolution de la situation économique et aux mesures de politique monétaire.

Le premier élément de la chaîne de transmission : des mesures prises par la banque centrale aux taux d'intérêt à très court terme

Le mécanisme de transmission se met en branle lorsque la banque centrale ajuste la taille de son bilan afin de modifier l'offre de base monétaire au système financier. Par le passé, les banques commerciales étaient tenues par la loi de conserver, en guise de réserve, une certaine quantité de base monétaire. Depuis l'élimination des réserves obligatoires au Canada, ce n'est que pour régler entre elles, dans les registres de la Banque du Canada, le solde net des opérations quotidiennes de compensation des paiements que les grandes banques et d'autres institutions financières importantes maintiennent des dépôts à la Banque. Ces institutions sont appelées les adhérents, et les expressions «encaisses de règlement» et «soldes de règlement» sont maintenant employées pour désigner les dépôts que les adhérents tiennent à la Banque du Canada¹.

1. Les institutions financières détiennent également des billets et des pièces de monnaie pour répondre à la demande du public. L'offre de billets de banque permet certes à la Banque du Canada d'acquiescer des actifs qu'elle peut utiliser dans ses opérations sur le marché, mais le niveau de cette offre est simplement ajusté en fonction de la demande et n'entre pas, comme tel, dans le processus de mise en œuvre de la politique monétaire. L'offre d'encaisses de règlement aux adhérents est le principal instrument dont se sert la Banque à cet égard.

Les banques centrales peuvent ajuster de diverses façons le niveau des encaisses de règlement qu'elles mettent à la disposition des adhérents. Dans les manuels, on insiste généralement sur le recours aux opérations d'open market pour modifier le niveau de ces encaisses; mais, au Canada, c'est surtout par le jeu des transferts quotidiens des dépôts du gouvernement entre les adhérents et la banque centrale que celle-ci agit sur les encaisses. Comment la Banque du Canada s'y prend-elle au juste pour faire augmenter ou diminuer le volume des soldes de règlement n'est qu'une question technique². Ce qu'il faut retenir, c'est que la Banque est en mesure de susciter une réaction chez les adhérents en provoquant un excédent ou un manque d'encaisses de règlement. Les adhérents agissent rapidement pour corriger de tels déséquilibres à cause des coûts qu'ils comportent. Les encaisses excédentaires sont coûteuses parce qu'elles ne sont pas rémunérées et ne rapportent donc rien aux institutions financières; quant aux insuffisances, elles doivent être comblées par des prêts pour découvert octroyés par la Banque du Canada à un taux dissuasif.

Essentiellement, nous utilisons le contrôle que nous exerçons sur les encaisses de règlement dans le but d'influencer le taux d'intérêt applicable aux opérations que les institutions financières effectuent pour modifier leurs encaisses. Il s'agit du taux des prêts à un jour, parfois appelé le taux de l'argent au jour le jour. Les mouvements de ce taux agissent à leur tour sur les autres taux d'intérêt et sur le taux de change.

Il est normal, après la compensation des effets de paiement du jour précédent, que les comptes de certains adhérents affichent des excédents, et d'autres, des manques. Ce n'est

que lorsque la Banque du Canada intervient pour amener le volume global des encaisses tenues chez elle au-dessus ou au-dessous du niveau désiré par les adhérents dans l'ensemble qu'elle provoque des répercussions sur le loyer de l'argent à un jour. En situation de manque, les adhérents réagissent en demandant le remboursement de prêts à un jour consentis aux courtiers en valeurs mobilières, en vendant des avoirs liquides à très court terme ou en cherchant plus activement à obtenir de gros dépôts à très court terme. Ces trois mesures ont pour effet de déclencher des pressions à la hausse sur le taux à un jour et sur d'autres taux à très court terme. À l'inverse, lorsque les encaisses de règlement pour l'ensemble des adhérents sont excédentaires, ces derniers ont généralement tendance à accorder davantage de prêts à un jour aux courtiers, à acheter des avoirs liquides à très court terme et à chercher moins activement à obtenir des dépôts à très court terme, ce qui pousse à la baisse le taux à un jour et les autres taux à très court terme.

Toutefois, même à cette étape initiale du processus de transmission, la Banque compose avec un élément d'incertitude, puisqu'elle ne peut prévoir avec précision le niveau des encaisses de règlement désiré par les adhérents. Par conséquent, il peut arriver que les mesures qu'elle prend ne produisent l'effet souhaité sur les taux à très court terme qu'avec un jour ou deux de retard.

Le deuxième élément de la chaîne : des taux à très court terme aux autres taux d'intérêt et au taux de change

Les mesures que prend la Banque du Canada pour modifier le loyer de l'argent à un jour finissent par agir sur les autres taux d'intérêt et sur le taux de change, mais cette action n'a pas une portée définie. Cette dernière dépend dans

2. Voir l'article de K. Clinton reproduit dans le présent volume.

une très large mesure des attentes et des réactions des marchés financiers.

Le niveau des taux du marché monétaire au-delà du très court terme est étroitement lié aux attentes du marché concernant l'évolution des taux à un jour. Si la Banque intervient pour faire monter le taux à un jour, à la suite par exemple de la publication de nouvelles données concernant la vigueur des pressions de la demande au sein de l'économie canadienne, l'incidence qu'aura cette hausse sur les taux d'intérêt à un mois, à trois mois et ainsi de suite dépendra de la période pendant laquelle, selon les participants au marché, la Banque la maintiendra. Plus les intentions de la Banque paraîtront claires aux participants au marché, plus la réaction des autres taux à court terme sera ordonnée.

Lorsqu'on interprète les mouvements des taux d'intérêt à moyen ou à long terme au Canada, il faut partir du principe que ces taux sont fonction des attentes concernant l'évolution future des taux d'intérêt réels (y compris les primes de risque) et du taux d'inflation. Les attentes relatives au comportement à long terme des taux d'intérêt réels (à l'exclusion des primes de risque) sont susceptibles de tenir principalement à des facteurs internationaux³. Parmi ces facteurs, mentionnons les variations anticipées de la demande globale à l'échelle mondiale au cours des années à venir et l'évolution attendue à plus long terme de l'épargne (déduction faite de la désépargne dans le secteur public) et de la demande de capitaux dans le monde. Les primes de risque incorporées aux taux d'intérêt reflètent des facteurs comme la trajectoire prévue de la politique budgétaire et de la situation politique intérieure. Le taux d'inflation anticipé, quant à

lui, dépend surtout des attentes du marché relativement à l'orientation de la politique monétaire nationale. Compte tenu de l'incertitude entourant toutes ces attentes, il n'est pas étonnant que les marchés réagissent parfois avec vigueur à la publication de données modifiant la perception qu'ils ont de ces différents facteurs. Les marchés financiers de par le monde étant devenus beaucoup plus ouverts au cours des dernières années, la taille des flux financiers internationaux a considérablement augmenté. Par conséquent, une modification importante des attentes sur un marché donné peut avoir un effet marqué sur les taux d'intérêt ailleurs dans le monde.

L'effet qu'une variation des taux d'intérêt à très court terme a sur la valeur externe du dollar canadien est également fonction des attentes du marché. Plus les participants au marché s'attendent à ce que persiste le nouveau niveau des taux à très court terme favorisé par les actions de la Banque, plus l'effet sur le taux de change sera marqué. Ainsi, plus le fondement des actions de la Banque est défini clairement, plus il sera facile de prévoir l'effet que celles-ci auront sur le taux de change. Toutefois, des facteurs autres que les mesures de politique monétaire prises par la Banque du Canada agissent aussi sur la valeur externe de notre monnaie. Par exemple, le taux de change du dollar canadien par rapport au dollar américain est également influencé par la politique monétaire américaine, par l'orientation de la politique budgétaire au Canada et aux États-Unis, par les positions conjoncturelles respectives des deux pays, par la tenue du dollar américain vis-à-vis des monnaies des pays d'outre-mer et par l'actualité politique. Là encore, la publication de nouvelles données peut modifier de façon sensible les attentes relatives à l'évolution de l'un ou l'autre de ces facteurs et, partant, influencer fortement le taux de change.

3. Les divergences entre les profils attendus de la demande globale au Canada et à l'étranger exercent aussi une certaine influence sur les taux d'intérêt réels et sur les variations anticipées du taux de change réel du dollar canadien. Mais plus les échéances sont longues, moins l'incidence de ces facteurs est déterminante.

Pour illustrer l'importance que revêtent les anticipations du marché, voyons ce qui se produirait si la Banque intervenait d'une manière que le marché juge inappropriée dans les circonstances.

Supposons, par exemple, que la Banque intervienne pour faire baisser le taux à un jour après la publication de nouvelles données laissant croire que les pressions inflationnistes dans l'économie sont moins fortes que prévu. Qu'arriverait-il si le marché ne voyait pas la situation du même œil que la Banque et considérait que les mesures prises par celle-ci risquent d'alimenter l'inflation? Comme ils s'attendraient à une montée du taux d'inflation, les investisseurs montreraient immédiatement plus de réticence à détenir des instruments en dollars canadiens aux taux d'intérêt du moment. En outre, leur incertitude face à l'avenir ne pourrait que s'accroître, car l'inflation tend à être moins prévisible lorsqu'elle se situe à des niveaux plus élevés. Des pressions à la hausse s'exerceraient alors sur les taux d'intérêt au-delà du très court terme, tant en raison de la hausse attendue du taux d'inflation qu'en raison des primes de risque plus élevées qu'exigeraient les investisseurs pour faire contrepoids au surcroît d'incertitude. Qui plus est, comme les investisseurs hésiteraient de plus en plus à détenir des instruments en dollars canadiens, le taux de change subirait des pressions à la baisse. Si le marché se mettait alors à anticiper une baisse de la valeur externe de la monnaie, on assisterait à une intensification des pressions à la hausse sur les taux d'intérêt, les investisseurs délaissant les placements en dollars canadiens pour éviter d'éventuelles pertes en capital.

En fin de compte, lorsque les mesures prises par la Banque dans le but de faire baisser les taux à un jour sont jugées inopportunes par les marchés, elles peuvent fort bien provoquer un recul des taux d'intérêt à très court terme sur le

marché monétaire, peut-être même des taux à 30 jours, mais elles entraîneront aussi une hausse des taux à plus long terme vu l'aggravation des craintes d'une accélération de l'inflation et la dépréciation de la monnaie.

Les investisseurs qui s'intéressent aux obligations à long terme sont devenus beaucoup plus sensibles ces vingt dernières années au moindre soupçon d'inflation ou à tout indice laissant croire qu'une banque centrale est disposée à prendre plus de risques à l'égard de l'inflation et, donc, de la valeur externe de la monnaie. Cette sensibilité a été accentuée par les taux d'inflation élevés qui ont été observés au Canada et à l'étranger durant les années 70 et 80. De même, les marchés obligataires à long terme réagissent maintenant rapidement et directement aux préoccupations d'ordre budgétaire, sans doute parce que les opérateurs de ces marchés craignent que des pays ne soient tentés de monétiser leur dette lorsque celle-ci devient trop lourde.

Il arrive aussi que les marchés soient particulièrement nerveux et instables en raison de chocs économiques ou de préoccupations à l'égard de l'orientation des politiques. Dans ces cas, la banque centrale doit prendre des mesures propres à les rassurer. Par exemple, il est arrivé à plusieurs reprises au cours de la dernière décennie que le mouvement à la baisse du dollar canadien a miné la confiance et a poussé les marchés à s'attendre à de nouvelles dépréciations, ce qui a eu pour effet de faire monter brutalement les taux d'intérêt. Dans ces circonstances, la tâche première de la Banque a été de calmer les marchés en les aidant à trouver de nouvelles fourchettes de variation des cours qui leur conviennent. Une fois les marchés rassérénés, la Banque a pu se concentrer sur la situation économique fondamentale, laquelle avait généralement été laissée pour compte durant la tourmente.

Le troisième élément de la chaîne : des taux d'intérêt et du taux de change à la demande globale

Nous avons examiné de manière assez détaillée comment les mesures prises par la Banque du Canada influencent les taux d'intérêt et le taux de change et à quel point les résultats souhaités dépendent des opinions et des attentes des marchés financiers. Le lien suivant dans la chaîne de transmission va des taux d'intérêt et du taux de change à la demande globale. Je serai bref sur ce point puisque ce lien a fait l'objet de nombreuses études et que les opinions de la Banque sur le sujet s'inscrivent nettement dans le courant de pensée dominant.

Les variations des taux d'intérêt agissent sur la demande globale par divers canaux, entre autres le coût du capital, la propension à épargner plutôt qu'à consommer et les effets qu'elles ont sur la richesse et les flux monétaires. Les principales composantes de la demande touchées sont le logement, les dépenses des ménages en biens durables ainsi que les investissements des entreprises en capital fixe et les variations des stocks. La réaction de la dépense sera fonction en partie de la persistance attendue du nouveau niveau des taux d'intérêt. Ce dernier facteur est important pour les agents économiques qui empruntent à court terme.

La manière dont le taux de change influence la demande est aussi relativement simple. Une variation de la valeur du dollar canadien se traduira d'abord par une modification des prix des biens et des services produits au Canada qui font l'objet d'échanges internationaux, et dont les prix sont déterminés sur les marchés mondiaux, par rapport aux biens et services que nous produisons et dont les prix ne sont pas (du moins pas entièrement) déterminés sur les marchés mondiaux. Principalement en raison de leur incidence sur les exportations et les

importations, les changements des prix relatifs provoquent une série de réactions du côté de l'offre et de la demande, lesquelles vont se répercuter sur la production des biens fabriqués au Canada.

Ces réactions ne se produisent évidemment pas du jour au lendemain. Par ailleurs, elles seront plus ou moins prononcées selon que les marchés s'attendent à ce que la variation du taux de change soit éphémère ou durable. Prenons par exemple le cas où un choc ayant pour effet de faire baisser fortement la demande globale au Canada entraîne un recul des taux d'intérêt et une dépréciation importante du dollar canadien. Il s'ensuivra une hausse des prix en dollars canadiens des produits canadiens dont les cours sont déterminés sur les marchés mondiaux, tels que la plupart des matières premières, ce qui rendra leur production plus rentable et favorisera une exploitation plus intensive des ressources existantes. Au fil du temps, les fournisseurs seront portés à augmenter leur capacité de produire cette catégorie de biens. L'importance des investissements effectués et la rapidité avec laquelle ils seront entrepris dépendront en grande partie du laps de temps pendant lequel on s'attend que le dollar canadien demeure à son nouveau niveau. Si l'on croit que la baisse sera éphémère, ou s'il y a beaucoup d'incertitude quant au maintien du dollar à ce niveau, les producteurs hésiteront à accroître leur capacité de production.

En somme, on peut conclure de ce bref exposé sur le troisième élément de la chaîne de transmission que la dépense réagira généralement de façon perceptible aux variations des taux d'intérêt et du taux de change, mais qu'il est difficile d'établir avec précision la force de cette réaction et le moment où elle se manifesterá. Les attentes relatives à l'évolution de la situation et l'incertitude quant aux résultats probables peuvent vivement influencer l'importance et la

rapidité des modifications que certains agents apporteront au profil de leurs dépenses pour faire face aux variations des taux d'intérêt et du cours du dollar canadien. Autrement dit, les délais d'ajustement sont longs et incertains.

Le quatrième élément de la chaîne : de la demande globale à l'inflation

Le dernier élément de la chaîne de transmission est celui qui va des variations de la demande globale au taux d'inflation. À notre avis, l'inflation tendancielle est influencée principalement par le niveau des capacités excédentaires dans l'économie et par le taux d'inflation attendu.

Au fil du temps, c'est donc l'effet cumulatif de la pression exercée par la demande globale sur la capacité de production qui est le moteur de l'inflation. En outre, durant les années d'inflation élevée, il existait un lien particulièrement étroit entre le taux d'inflation observé et le taux d'inflation anticipé. Ainsi, une période de demande globale excédentaire donnait lieu à une hausse du taux d'inflation, qui, à son tour, alimentait rapidement les attentes d'inflation, exerçant du même coup d'autres pressions à la hausse sur l'inflation, et ce dans un engrenage que seule la résorption de la demande excédentaire pouvait rompre.

Mais, pour reprendre le fil général de ma conférence, le monde est plus incertain et plus imprévisible encore que ne le laisse supposer cette brève description des liens unissant les taux d'intérêt et le taux de change à la demande globale et à l'inflation. Dans la pratique, la demande globale et les prix font souvent l'objet de chocs. Ceux qui touchent la demande peuvent être d'origine extérieure ou intérieure. Les chocs d'origine intérieure comprennent aussi bien des mesures budgétaires que des changements soudains du profil des intentions d'investissement des entreprises ou des achats de biens durables

par les ménages. Puis il y a les chocs d'offre, qui généralement touchent directement les prix. Au nombre de ces chocs il faut ranger par exemple les événements qui ont conduit aux augmentations du prix du pétrole dans les années 70, les désastres naturels qui influent sur l'offre et les prix des produits agricoles, ainsi que les progrès technologiques et les modifications des flux commerciaux qui se répercutent sur les approvisionnements et les prix des biens.

De tels chocs augmentent l'incertitude entourant l'évolution de la demande et des prix, mais ils peuvent aussi compliquer considérablement l'estimation du degré de pression que la demande globale exerce sur le taux d'inflation. Les chocs d'offre peuvent modifier la production potentielle de l'économie. Celle-ci est déjà très difficile à déterminer par des méthodes empiriques; il faut donc reconnaître que toute mesure des capacités excédentaires est entachée d'incertitude.

Le rôle de la monnaie et du crédit

Vous avez sans doute remarqué que je n'ai pas encore abordé le rôle des avoirs monétaires du public et celui du crédit dans le processus de transmission de la politique monétaire. Cela ne signifie pas que nous n'accordons pas d'importance aux agrégats de la monnaie et du crédit; de fait, nous suivons de très près leur comportement. Toutefois, nous les utilisons principalement comme indicateurs de l'évolution future et ne les considérons pas comme des maillons de la chaîne qui lie les mesures prises par la Banque au taux d'inflation.

Nos recherches révèlent que la croissance de M1 réel (c'est-à-dire l'agrégat monétaire au sens étroit M1 dégonflé à l'aide du niveau des prix) est un indicateur utile de la croissance future de la production réelle, et que la croissance des agrégats monétaires au sens large est un bon

indicateur avancé du taux d'inflation. Les agrégats monétaires permettent donc des recoupements qui éclairent les autres projections concernant la production et l'inflation. Ainsi, une croissance rapide de ces agrégats qui n'est pas compatible avec la situation économique et qui ne peut pas être justifiée par un aspect particulier de l'évolution de la situation financière peut signaler à l'avance la nécessité de resserrer les conditions monétaires.

Jusqu'à ces derniers temps, le rôle du crédit dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire était passé sous silence dans la plupart des études traitant de ce mécanisme. De façon implicite, le crédit était traité par les économistes comme étant déterminé par la demande de financement, que les institutions financières se contentaient passivement de satisfaire. Plus récemment, des auteurs se sont penchés sur l'octroi du crédit, à la fois comme phénomène microéconomique et comme élément du mécanisme de transmission. Le débat soulevé par le phénomène de «l'étranglement du crédit» aux États-Unis au début des années 90 a contribué à donner une coloration plus pratique à la question du crédit.

L'aspect de l'analyse des marchés du crédit qui intéresse particulièrement la Banque touche la question de savoir si ses mesures de politique monétaire entraînent un ajustement systématique, de la part des institutions financières, des modalités de leurs prêts qui ne se rapportent pas aux prix. Dans le cas où de tels ajustements ne seraient pas corrélés avec les variations des taux d'intérêt, la Banque aurait à les surveiller de près lorsqu'elle évalue les effets que ses mesures ont sur l'économie. Il importe aussi d'établir s'il existe des chocs ayant leur source sur les marchés mêmes du crédit – tels que les «étranglements du crédit» – qui pourraient avoir des répercussions

macroéconomiques étendues et auxquels les autorités monétaires devraient réagir.

De nombreux travaux ont été consacrés ces derniers temps à ces questions aux États-Unis, mais au Canada la recherche sur le crédit en est encore à ses balbutiements. Quelques études traitant de ce sujet ont été présentées à un colloque tenu en novembre dernier à la Banque du Canada. Bien qu'elles n'aient pas abouti à des résultats décisifs, ces études ont éclairci quelque peu plusieurs aspects du rôle du crédit. La conclusion la plus remarquable qu'elles ont livrée est que le crédit n'est pas, semble-t-il, un facteur particulièrement utile pour expliquer la croissance globale de la dépense nominale, pas plus qu'il ne serait un indicateur très utile des variations de la tendance de celle-ci.

LES INITIATIVES PRISES PAR LA BANQUE EN VUE DE RÉDUIRE L'INCERTITUDE

La première partie de ma conférence a porté sur la difficulté de prévoir avec exactitude l'incidence que les mesures de politique monétaire ont sur l'économie étant donné la présence de diverses formes d'incertitude. La deuxième sera consacrée aux initiatives que nous avons prises à la Banque en vue de réduire une forme d'incertitude en particulier – soit celle qui peut entourer le comportement de la Banque – avec pour objectif l'amélioration du fonctionnement des marchés monétaires et, de façon plus générale, de l'économie. Je décrirai cinq de ces initiatives.

1. La stabilité des prix comme but de la politique monétaire

La Banque a traité à plusieurs occasions des avantages que comporte la stabilité des prix, et cela de façon exhaustive dans son *Rapport annuel* pour l'année 1990. Je n'ai pas l'intention de reprendre les mêmes arguments ici, mais je désire souligner que l'un des avantages de la stabilité des prix est le degré accru de certitude qu'elle procure à l'économie. Le processus inflationniste est toujours empreint d'incertitude et complique immensément la tâche des épargnants et des investisseurs, des prêteurs et des emprunteurs ainsi que des employeurs et des employés lorsqu'ils doivent prendre des décisions économiques qui nécessitent une prévision de l'avenir.

Certaines personnes s'opposent à ce que l'objectif ultime de la politique monétaire soit la maîtrise de l'inflation, car elles craignent que les banques centrales se désintéressent alors du niveau de l'activité économique et de l'emploi. Il est indéniable que la politique monétaire influence à court terme la demande, la production et l'emploi, mais la thèse d'un arbitrage inverse à long terme entre l'inflation et le chômage a été largement réfutée. En longue période, la politique monétaire agit sur l'inflation, et la banque centrale doit formuler son objectif en fonction de la variable qu'elle peut s'attendre à influencer.

Je m'empresse d'ajouter que la stabilité des prix comme but de la politique monétaire n'est pas incompatible avec la réalisation de la croissance de l'économie et de l'emploi. En effet, comme la stabilité des prix rend plus facile la décision d'effectuer des investissements qui amélioreront la productivité, elle favorise la croissance. En outre, en maintenant résolument le cap sur la stabilité des prix, la politique monétaire jouera en quelque sorte le rôle de

stabilisateur automatique de l'économie. Les pressions excessives de la demande qui pourraient créer de l'inflation sont atténuées par ce type de politique monétaire, alors qu'une faible demande risquant d'engendrer une déflation commande des conditions monétaires plus expansionnistes. En revanche, une politique monétaire qui compose avec l'inflation sera génératrice de cycles de surchauffe et de flambée inflationniste qui seront suivis de récessions rendues plus pénibles par les mesures requises pour corriger les distorsions dues à l'inflation. Voilà pourquoi la stabilité des prix contribue à la stabilité de l'ensemble de l'économie⁴.

2. Les cibles de réduction de l'inflation

Lorsqu'un pays est aux prises avec l'inflation, il ne suffit pas que la banque centrale annonce ou réaffirme qu'elle entend réaliser la stabilité des prix pour convaincre soudainement le public de changer ses attentes et de commencer à baser sa planification sur la stabilité des prix. Parce qu'elle est un peu vague, la notion de stabilité des prix peut soulever des questions chez les agents économiques. À quel taux de variation de l'indice des prix peut-on parler de stabilité des prix? Combien de temps faudra-t-il pour parvenir à la stabilité des prix?

Ces questions se sont posées au Canada après les flambées inflationnistes des années 70 et 80, et nous avons compris que l'engagement général pris par la Banque de chercher graduellement à réaliser la stabilité des prix laissait encore trop de place à l'incertitude quant à l'objectif poursuivi par la politique monétaire. Autrement dit, après deux décennies d'inflation, un tel engagement général de la Banque du

4. Un certain nombre de questions touchant le comportement de l'économie en régime de stabilité des prix ont été étudiées lors d'un colloque sur la stabilité des prix tenu à la Banque du Canada en octobre 1993.

Canada à l'égard de la stabilité des prix n'était pas suffisamment crédible en soi pour favoriser le changement des comportements et des attentes qui allait faciliter le recul de l'inflation.

C'est dans ce contexte que la Banque du Canada et le gouvernement canadien ont établi, en février 1991, des cibles explicites de réduction de l'inflation dans le but de clarifier davantage la trajectoire vers la stabilité des prix. L'objectif visé était de ramener dans un premier temps le taux d'inflation à 2 % (ou dans une fourchette de 1 à 3 %) à la fin de 1995, puis de continuer à progresser vers la stabilité des prix. En décembre 1993, la Banque et le gouvernement ont annoncé conjointement de nouvelles cibles pour la maîtrise de l'inflation et ont décidé de prolonger jusqu'à la fin de 1998 la période d'application de la fourchette d'évolution de l'inflation de 1 à 3 %. Par la suite, il est entendu que les efforts en vue de réaliser la stabilité des prix devront se poursuivre et qu'une définition pratique de cette dernière devra être fournie d'ici 1998.

En rendant plus explicites ses objectifs en matière de maîtrise de l'inflation, la Banque entendait non seulement influencer les attentes d'inflation, mais aussi réduire l'incertitude au sein de l'économie et sur les marchés financiers. En outre, en présence de cibles crédibles, les attentes relatives à l'inflation, donc l'inflation elle-même, sont moins susceptibles de réagir aux chocs temporaires de l'offre et de la demande dont j'ai parlé plus tôt. Par ailleurs, les cibles imposent à la Banque une certaine forme de discipline en la rendant plus comptable de ses décisions. Les mesures de politique monétaire deviennent alors plus prévisibles et créent donc moins d'incertitude pour ceux qui doivent prendre des décisions de nature économique.

Quel effet les cibles de réduction de l'inflation ont-elles eu en fait? Comme vous le savez, depuis que les cibles sont en place,

l'inflation a fortement diminué, et elle se situe actuellement à environ 2 %, soit près du milieu de la fourchette visée. Je n'irai cependant pas jusqu'à dire que cette baisse est uniquement attribuable aux cibles. Des facteurs d'origine externe et interne y ont aussi contribué. Quoiqu'il en soit, j'estime que les cibles ont contribué à la réalisation et au maintien, ces quatre dernières années, d'un bas taux d'inflation au Canada. En fait, il est probable que le maintien d'une très faible inflation sur lequel tablent maintenant de nombreuses entreprises canadiennes dans leurs plans à moyen terme repose pour une bonne part sur l'engagement de la Banque et du gouvernement envers les cibles établies.

3. L'utilisation de cibles et d'indicateurs intermédiaires

Compte tenu des longs délais qui interviennent dans le processus de transmission et des incertitudes qui l'entourent, personne, ni d'ailleurs les banques centrales, ne sait avec certitude quels effets les mesures de politique monétaire auront sur l'inflation. C'est pourquoi les banques centrales ont adopté divers indicateurs intermédiaires et ont, à l'occasion, établi des cibles en fonction de ces indicateurs; celles-ci les aident à conduire la politique monétaire et leur permettent de mieux renseigner les observateurs et de les rassurer sur l'orientation de la politique monétaire.

À la suite de la flambée de l'inflation et de sa persistance dans la plupart des pays au cours des années 70, les banques centrales ont abandonné l'utilisation de cibles opérationnelles pour les taux d'intérêt à court terme au profit de cibles intermédiaires pour des variables quantitatives exprimées en termes nominaux. Un grand nombre de ces banques ont alors adopté des cibles intermédiaires pour les agrégats

monétaires. Ces cibles étaient censées fournir un point d’ancrage à la politique monétaire et prévenir les politiques telles que celles qui avaient, bien involontairement, favorisé une accélération de l’inflation à la fin des années 60 et au début des années 70.

La Banque du Canada a aussi eu recours, entre 1975 et 1982, à une cible de ce type, soit l’agrégat monétaire au sens étroit M1. Toutefois, en dépit de son utilité initiale, M1 n’a pas permis à la Banque de contenir l’inflation lorsque les pressions de la demande se sont intensifiées vers la fin des années 70. Cela était en partie imputable au fait que M1 était beaucoup plus sensible aux mesures de la Banque touchant les taux d’intérêt à très court terme que ne l’étaient la demande globale et l’inflation⁵. En outre, l’arrivée massive d’innovations financières a compliqué l’interprétation de cet agrégat⁶, et M1 a finalement dû être abandonné comme cible en 1982.

Depuis, la Banque a étudié la possibilité d’utiliser d’autres agrégats comme cibles intermédiaires, mais aucun ne s’est révélé suffisamment fiable. La Banque est donc revenue, pendant quelques années, aux cibles opérationnelles en matière d’évolution des taux d’intérêt à court terme.

À première vue, cette approche pourrait sembler comporter les mêmes problèmes et les mêmes incertitudes que ceux qu’on a connus à la fin des années 60 et au début des années 70, lorsque le recours à de telles cibles n’avait pas réussi à aider les autorités monétaires à contrer la spirale inflationniste. Mais cette fois la situation était différente à cause de l’engagement

beaucoup plus ferme des autorités envers la stabilité des prix et de l’adoption, plus récente, de cibles de maîtrise de l’inflation.

Un autre changement important qui est survenu ces dernières années a été l’utilisation par la Banque des conditions monétaires plutôt que des taux d’intérêt à court terme comme guide d’opération dans la conduite de la politique monétaire. Par conditions monétaires on entend l’effet conjugué des variations des taux d’intérêt à court terme et du taux de change. Nous visons, pour les conditions monétaires, une trajectoire qui amène la demande globale et les prix à évoluer en conformité avec l’objectif de maîtrise de l’inflation.

Si, à la Banque du Canada, nous avons retenu les conditions monétaires comme guide d’opération de la politique monétaire, c’est parce que nous sommes conscients qu’en régime de taux de change flexible, comme je l’ai expliqué plus tôt, la politique monétaire se transmet à l’ensemble de l’économie par l’entremise des taux d’intérêt et du taux de change. Par conséquent, lorsque la banque centrale adopte des mesures pour assouplir ou resserrer sa politique monétaire (en réaction à de nouveaux renseignements), elle doit tenir compte de l’évolution des deux variables par lesquelles elle agit sur la demande globale. De même, lorsque le taux de change est influencé par un facteur exogène, par exemple lorsque des inquiétudes d’ordre politique provoquent la dépréciation de la monnaie, l’évolution des conditions monétaires devrait montrer clairement la nature expansionniste du choc et la nécessité d’un relèvement des taux d’intérêt pour y faire contrepoids.

L’indice des conditions monétaires (ICM) de la Banque est une moyenne des taux d’intérêt à court terme et du taux de change effectif pondérée par l’importance relative de leurs effets estimés sur la demande globale. Par conséquent,

5. Gordon Thiessen, «The Canadian Experience with Monetary Targeting», Central Bank Views on Monetary Targeting, sous la direction de Paul Meek, Federal Reserve Bank of New York, New York, 1983.

6. Charles Freedman, «Financial Innovation in Canada: Causes and Consequences», American Economic Review, vol. 73, mai 1983.

une variation de l'ICM donne rapidement une idée de l'effet qu'ont sur la demande globale les changements qui surviennent dans les deux canaux par lesquels les mesures de politique monétaire exercent leur principale action.

Je ne voudrais pas sembler trop enthousiaste à propos de l'ICM. Cet indice n'est pas utilisé automatiquement dans la conduite de la politique monétaire. Par exemple, nous ne cherchons pas à ajuster les taux d'intérêt à chaque sursaut du taux de change. Mais si un phénomène quelconque poussait le taux de change dans une fourchette de variation où il semblerait devoir demeurer un certain temps (et en l'absence d'autres chocs sur la demande globale), la Banque chercherait à annuler l'effet de ce phénomène sur la demande globale en suscitant un mouvement compensatoire des taux d'intérêt.

Il convient de noter aussi que la Banque n'a aucun contrôle direct sur la «répartition» de l'effet de ses actions entre les taux d'intérêt et le taux de change. Il peut arriver, à cause des incertitudes sur les marchés financiers dont j'ai fait état plus tôt, qu'un assouplissement de la politique monétaire donne lieu à une légère baisse des taux d'intérêt et à une dépréciation assez importante du dollar canadien. À un autre moment, la même mesure peut entraîner un repli plus marqué des taux d'intérêt et une légère dépréciation du dollar. À cet égard, je tiens à souligner que la Banque n'exerce pas de contrôle sur le taux de change et ne cherche pas à le faire. C'est l'interprétation que fait le marché, selon la conjoncture économique, des mesures que prend la banque centrale qui détermine les réactions du taux de change à ces mesures.

Même si les conditions monétaires nous servent de guide d'opération dans la conduite de la politique monétaire, il n'est pas possible d'établir pour l'ICM une trajectoire cible immuable. Les conditions monétaires doivent au contraire être constamment réévaluées et ajustées

de façon à répondre aux chocs de toutes sortes si l'on veut que l'évolution de l'économie reste compatible avec l'objectif qu'est la maîtrise de l'inflation.

4. Les fourchettes cibles pour le taux du financement à un jour

En utilisant les conditions monétaires comme guide, nous nous appliquons à ajuster les encaisses de règlement de façon à provoquer une variation du taux à un jour, puis à amener le changement souhaité de l'indice des conditions monétaires. Comme je l'ai déjà fait remarquer, cet élément de la chaîne de transmission est celui qui a suscité le moins de recherche; aussi, les mesures que nous avons prises et les intentions qui nous animent n'ont-elles pas toujours été clairement comprises par le secteur financier.

Afin d'accroître la transparence de ses actions, la Banque a décidé vers le milieu de l'année dernière de modifier sa tactique de façon à indiquer plus explicitement les limites dans lesquelles elle voulait voir évoluer le taux du financement à un jour. Depuis lors, elle a établi pour ce taux une fourchette cible d'une amplitude de 50 points de base. La Banque s'est efforcée, par ses opérations sur le marché monétaire, de maintenir le taux à un jour dans la fourchette visée et d'indiquer clairement les limites de cette dernière aux participants aux marchés. La fourchette cible est modifiée lorsque les conditions économiques ou les conditions du marché l'exigent, mais le seul fait de recourir à une fourchette de cette nature implique des changements généralement peu fréquents. Cependant, il peut arriver, comme cela a été le cas en janvier dernier, que les conditions du marché exigent une série de variations sur une très courte période. Lorsque la Banque décide de modifier la fourchette cible, le marché en est très rapidement informé à partir des taux auxquels la

Banque conclut des opérations sur le marché du financement à un jour. En indiquant explicitement la fourchette visée pour le taux du financement à un jour, la Banque espère lever l'incertitude à l'égard de ses intentions, laquelle a parfois nui à la transmission des mesures de politique monétaire aux taux d'intérêt à plus long terme et au taux de change.

5. Une plus grande divulgation des opérations de la Banque

La dernière initiative qu'a prise la Banque pour atténuer l'incertitude entourant la politique monétaire dont j'aimerais vous parler a été de fournir plus d'information sur ses mesures de politique monétaire et sur l'interprétation qu'elle fait de l'évolution économique et financière. Je suppose que beaucoup d'entre vous savent déjà que la Banque publie, depuis 1987, des extraits des exposés sur la politique monétaire qui sont présentés à ses administrateurs lors des réunions régulières du Conseil d'administration. Outre ces extraits, chaque livraison de la Revue trimestrielle de la Banque renferme, depuis le début de 1993, des observations sur la politique monétaire.

Nous allons bientôt publier, dans un rapport semestriel sur la politique monétaire, un compte rendu plus détaillé de l'évolution de l'inflation et de la conduite de la politique monétaire qui viendra compléter les renseignements que nous fournissons déjà. Ce rapport fera état de la façon dont nous avons mené la politique monétaire, et sera utile à ceux qui souhaitent être plus éclairés sur la politique monétaire quand vient le moment de prendre des décisions de nature économique. Le premier de ces rapports sera publié au début de mai prochain.

CONCLUSION

Je tire de cet exposé sur l'incertitude et le processus de transmission de la politique monétaire trois grandes conclusions au sujet de cette politique.

La première concerne le rôle que la politique monétaire peut jouer dans l'économie. De toute évidence, compte tenu de la présence généralisée d'incertitudes, la politique monétaire ne peut être menée de façon mécanique. Mais il ne faut pas non plus passer à l'autre extrême et conclure que toutes ces incertitudes rendent quasi impossible la conduite d'une politique cohérente.

Comme les effets de la politique monétaire sont étalés dans le temps d'une façon qui n'est pas aisément prévisible, les responsables doivent avoir un point de mire à moyen terme stable. Cela exclut donc les tentatives de réglage fin de l'économie en vue d'éviter les fluctuations cycliques de la production et de l'emploi. Par contre, le maintien de la stabilité des prix au fil des années est un objectif qui sied bien à la politique monétaire. Autrement dit, la stabilité des prix est la contribution que la politique monétaire est en mesure d'apporter au bon fonctionnement de l'économie.

Ma deuxième conclusion se rapporte à l'importance que revêtent les marchés financiers et les anticipations de ses participants dans le processus de transmission de la politique monétaire. La description que j'ai faite de ce processus dans ma conférence ne concorde pas avec l'opinion très répandue selon laquelle la Banque du Canada exerce un contrôle sur toute la gamme des taux d'intérêt au Canada. Cette perception est un vestige de l'époque où les marchés financiers canadiens et étrangers étaient sujets à des contrôles et à des restrictions de toutes sortes, et où les pressions qui s'y exerçaient tendaient à se traduire par un resserrement de l'offre de capitaux plutôt que par

des mouvements des taux d'intérêt. De nos jours, les marchés sont plus ouverts, plus internationaux et, par conséquent, nettement plus efficaces. Mais il en découle que les taux d'intérêt sont plus variables, et au Canada, il est entendu que les taux vont réagir aux phénomènes d'origine internationale ou nationale qui modifient les attentes des marchés.

Cela ne signifie pas pour autant que le marché contrôle les taux d'intérêt et que la Banque n'est pas en mesure de poursuivre une politique monétaire axée sur les besoins de l'économie canadienne. Je résumerai ma pensée à ce sujet en quelques lignes. La Banque agit directement sur les taux à très court terme et, par leur entremise, a un effet sur le taux de change. Sa principale action sur les taux à long terme est indirecte et passe par l'influence qu'elle a sur les attentes des marchés relativement à l'inflation. Ces formes d'influence qu'exerce la Banque lui suffisent pour mener une politique monétaire anti-inflationniste indépendante. Cependant, plus notre engagement à maîtriser l'inflation et à atteindre la stabilité des prix sera clair, plus notre politique monétaire sera efficace.

Cela m'amène à ma troisième conclusion. Dans le monde incertain que je viens de vous décrire, qui est exposé aux chocs et où les marchés sont plus ouverts et plus internationaux qu'ils ne l'étaient auparavant, il importe non seulement que l'objectif ultime de la politique monétaire soit clair, mais aussi que la mise en œuvre de cette politique soit aussi transparente que possible. Voilà pourquoi les initiatives dont j'ai parlé plus tôt et qu'a prises la Banque en vue de mieux renseigner le public sur ses activités s'appliquent à chacun des éléments de la chaîne de transmission de la politique monétaire, depuis les mesures que nous prenons pour modifier le taux du financement à un jour jusqu'à l'effet que ces mesures ont finalement sur l'inflation.

L'information n'est évidemment utile que si elle est crédible. En ce qui concerne notre engagement à réaliser et à maintenir la stabilité des prix, seuls les résultats que nous obtiendrons au fil du temps nous vaudront cette crédibilité. Mais un examen rétrospectif de l'évolution de l'économie montre clairement qu'une fois qu'une politique monétaire axée sur la stabilité des prix devient crédible, l'objectif est plus facile à atteindre et à maintenir et devient un atout majeur dans la réalisation de résultats économiques bons et durables.

La mise en œuvre de la politique monétaire au Canada

Bruce Montador

Le présent article traite des divers outils qu'utilise la Banque du Canada pour mettre en œuvre la politique monétaire, en évoquant au passage les changements qui ont accompagné l'instauration d'un système libre de réserves obligatoires. Il convient de faire dès le départ une distinction importante entre l'objectif à long terme de la politique monétaire – la stabilité des prix – et l'établissement des conditions monétaires nécessaires à la réalisation de cet objectif, lesquelles peuvent varier selon la conjoncture économique.

Après avoir décrit brièvement la manière dont la Banque décide du niveau approprié des conditions monétaires, l'article examine les opérations quotidiennes de tirage et de dépôt, principal mécanisme de mise en œuvre de la politique monétaire, puis l'emploi par la Banque des opérations d'open market.

CHOIX DES CONDITIONS MONÉTAIRES

L'objectif déclaré de la politique monétaire de la Banque du Canada est la stabilité des prix, et la Banque a une conception relativement traditionnelle du mécanisme de transmission de cette politique¹. Pour mettre en œuvre cette dernière, la Banque détermine la mesure dans laquelle il convient de resserrer ou d'assouplir les conditions monétaires (expression qui désigne, pour la banque centrale, l'effet combiné des taux d'intérêt et du taux de change sur la demande globale dans l'économie)². Elle se fonde pour cela sur une évaluation de l'évolution

1. Des cibles de réduction de l'inflation ont été annoncées conjointement par le ministre des Finances et le gouverneur de la Banque du Canada en février 1991; la période pendant laquelle elles s'appliquent a été prolongée dans une déclaration conjointe du gouvernement et de la Banque en décembre 1993. Le cadre général de mise en œuvre de la politique monétaire qui est décrit ici pourrait être appliqué à d'autres cibles de politique monétaire telles que le taux de croissance d'un agrégat monétaire ou du revenu nominal.

2. Le lecteur trouvera dans l'article de Freedman reproduit dans le présent volume une analyse des conditions monétaires faite du point de vue de la Banque du Canada.

future de l'économie et sur son appréciation de l'incidence exercée par les taux d'intérêt à court terme et le taux de change sur la dépense. L'évolution de la dépense qu'elle prévoit en conséquence doit être conforme à ses objectifs de réduction de l'inflation. La Banque recourt à des projections économiques ainsi qu'à d'autres indicateurs de l'évolution économique et financière pour procéder à ces évaluations (voir Duguay et Poloz, 1994).

Une trajectoire déterminée des conditions monétaires est compatible avec un grand nombre de combinaisons différentes du taux de change et des taux d'intérêt. Si le dollar canadien s'apprécie sous l'effet, par exemple, de modifications de portefeuilles qui n'ont pas en soi d'incidence immédiate sur la demande globale, les taux d'intérêt peuvent être assouplis de manière à maintenir globalement les mêmes conditions monétaires. (En fait, l'effet expansionniste d'une baisse des taux d'intérêt sur la dépense compenserait l'effet restrictif du raffermissement du dollar canadien.) Si, par contre, le dollar s'apprécie en raison d'une demande accrue d'exportations canadiennes, il ne convient peut-être pas de laisser diminuer les taux d'intérêt, parce que les tensions supplémentaires exercées sur l'appareil de production au Canada pourraient aller à l'encontre de la réalisation et du maintien de la stabilité des prix.

En règle générale, la Banque s'attend à ce que les mesures qu'elle prend pour modifier les taux d'intérêt entraînent une réaction du marché des changes, et elle tient compte de cette réaction endogène dans son appréciation de la modification à apporter aux taux d'intérêt à court terme. Si le marché des changes ne réagit pas, une variation des taux d'intérêt plus forte que celle prévue initialement sera nécessaire pour obtenir les conditions monétaires souhaitées. À l'opposé, si le taux de change réagit plus vigoureusement que prévu à la variation initiale

des taux d'intérêt, la variation totale de ces derniers n'aura pas à être aussi importante. Cela peut se produire dans une certaine mesure sans que la Banque y soit pour rien, les modifications du taux de change entraînant souvent une réaction directe du marché monétaire. Une baisse (hausse) du dollar peut faire augmenter (diminuer) les taux d'intérêt à court terme.

Lorsqu'on évoque l'incidence des taux d'intérêt sur l'économie, on pense évidemment à l'ensemble de la courbe de rendement. Cependant, la banque centrale n'agit pas directement sur les taux d'intérêt à moyen et long terme, lesquels dépendent d'un certain nombre de facteurs, notamment les attentes au sujet de l'inflation, une prime de risque et la vigueur de la demande globale dans l'économie. Comme le contrôle que la Banque du Canada exerce sur la base monétaire découle de son action sur le volume des encaisses de règlement mises à la disposition des adhérents de l'Association canadienne des paiements (12 banques et institutions financières parabancaires qui tiennent un compte à la Banque du Canada), elle n'influence directement que le taux du financement à un jour, toute modification du niveau de ces encaisses ayant tendance à se répercuter sur ce taux. Les variations du taux des fonds à un jour se répercutent à leur tour sur les autres taux à court terme. Plus particulièrement, étant donné que les banques et les courtiers en valeurs mobilières doivent financer un stock d'instruments du marché monétaire et recourent pour cela dans une très large mesure au marché des fonds à un jour, les mesures prises par la Banque du Canada pour influencer le coût de ces fonds auront un effet sur les taux des bons du Trésor et les autres taux du marché monétaire, ainsi que sur les résultats de l'adjudication hebdomadaire de bons du Trésor. (Le taux d'escompte est fixé à 25 points de base au-dessus du taux de rendement moyen offert sur les bons à trois mois.)

Une fois déterminées les conditions monétaires globales qu'elle entend viser, la Banque du Canada cherche à maintenir le taux des fonds à un jour dans une fourchette (dont la largeur a été d'environ 50 points de base en général en 1994) qui, à son avis, amènera les taux d'intérêt à court terme sur le marché monétaire (y compris le taux des bons du Trésor à trois mois) au niveau souhaité³. Elle doit constamment décider si de nouvelles mesures sont nécessaires pour atteindre les résultats désirés.

La relation particulière qui existe entre le taux des fonds à un jour et le niveau général des taux du marché monétaire varie selon l'humeur du marché. Si les opérateurs sont très optimistes, à un point tel que les taux à court terme commencent à baisser plus vite que la Banque le juge approprié (compte tenu également de l'évolution du taux de change)⁴, le taux des fonds à un jour peut devoir être fixé au-dessus du taux des bons du Trésor à trois mois. Cela imposera un coût aux intermédiaires financiers et aux autres investisseurs qui détiennent des bons du Trésor financés sur le marché des fonds à très court terme, effaçant ainsi une partie de la plus-value que ces opérateurs s'attendent à réaliser grâce à la baisse des taux d'intérêt. Si, par contre, les taux d'intérêt montent et que cette évolution est jugée incompatible avec les conditions monétaires

visées par la Banque, celle-ci injectera des liquidités supplémentaires dans le marché du financement à un jour de manière à freiner la tendance à la hausse des taux. Dans ce cas, le taux à un jour sera normalement inférieur au taux des bons du Trésor à trois mois. La période allant de 1992 à la fin de 1994 offre plusieurs exemples des deux situations (voir la Figure 1).

Dans la section qui suit, nous examinerons la façon dont se prend chaque jour la décision d'injecter des fonds dans le système financier ou d'en retirer. La troisième section traitera du recours aux opérations d'open market.

LE MÉCANISME DES TIRAGES ET DES DÉPÔTS

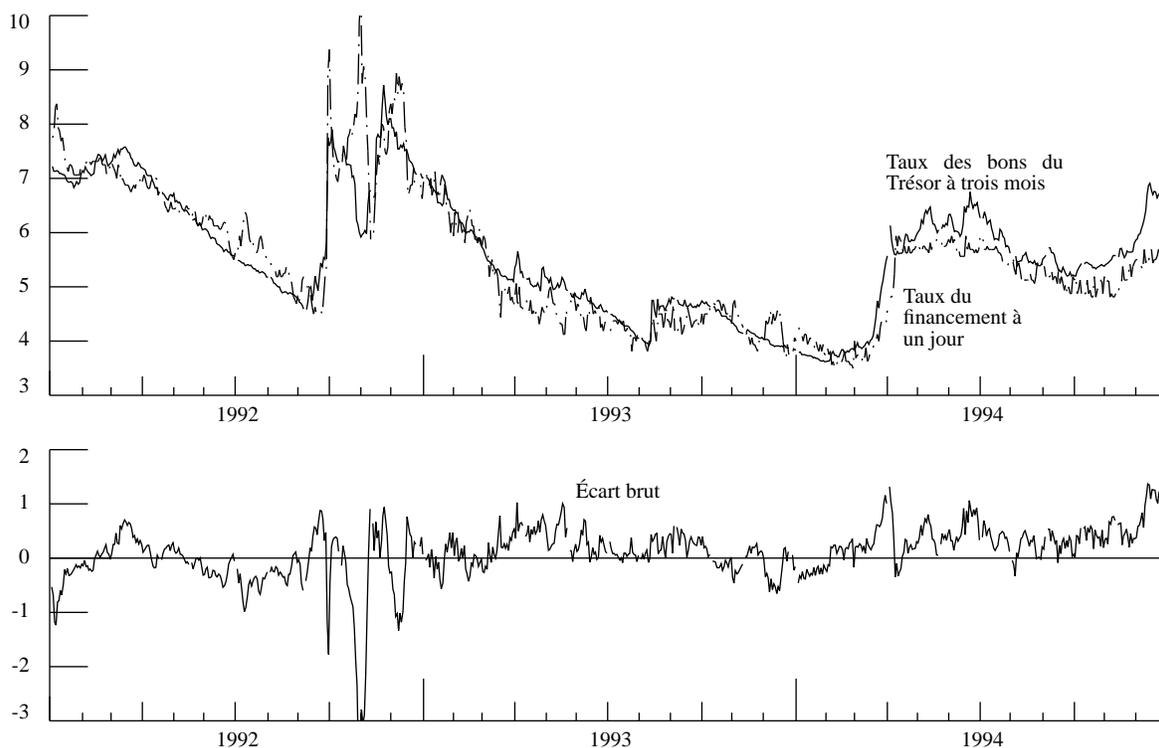
La Banque du Canada est capable d'influer sur les conditions monétaires parce que le règlement des transactions qui ont lieu entre les institutions financières se fait dans ses livres et qu'elle peut modifier rétroactivement le montant total des encaisses de règlement mises à la disposition des institutions.

Les adhérents de l'Association canadienne des paiements tiennent un compte à la Banque du Canada afin de pouvoir régler les transactions qu'ils concluent entre eux. Si, à la fin d'une journée déterminée, le résultat net de toutes les transactions effectuées entre les clients de l'institution A et ceux des autres institutions est un débit de 20 millions de dollars sur les comptes des clients de A, une somme de 20 millions de dollars sera retirée le lendemain matin du compte de cette institution à la Banque du Canada, la date d'effet du retrait étant la veille. Pour faire face à ce retrait, l'institution A devra soit avoir 20 millions de dollars au crédit de son compte à la Banque du Canada, soit faire appel au crédit de cette dernière. Si le solde des transactions

3. *La fréquence des changements institutionnels et le nombre des facteurs influant sur le marché monétaire (facteurs liés au jour de la semaine ou de l'année, à la semaine, au mois ou au trimestre, sans oublier la période de calcul de la moyenne) ont fait que, malgré l'abondance des données, la Banque du Canada n'a pu se fier jusqu'ici à des modèles formels de la relation entre le taux à un jour et les autres taux en vigueur sur le marché monétaire ou d'autres relations évoquées plus loin dans l'article.*

4. *La Banque estime que des variations graduelles des taux d'intérêt ont de meilleures chances d'être durables que des fluctuations brusques, qui ne donnent pas aux investisseurs – y compris les investisseurs étrangers – le temps de modifier leurs attentes concernant le niveau approprié des taux d'intérêt compte tenu de la conjoncture économique et des perspectives d'inflation. Voir Banque du Canada (1992, p. 10).*

Figure 1 Taux des bons du Trésor à trois mois et taux du financement à un jour



effectuées par les clients de A est en leur faveur, le montant voulu sera porté au crédit du compte de A, là encore à la date de la veille. Étant donné que les comptes tenus à la Banque du Canada ne sont pas rémunérés, les adhérents sont incités à maintenir leurs dépôts au plus bas niveau possible et à recourir au crédit de la banque centrale si le coût n'en est pas prohibitif. Par le passé – et il en est encore ainsi dans un grand nombre de pays étrangers –, l'accès au crédit de la banque centrale a généralement été limité par le rationnement ou par le recours à la persuasion lorsque la demande de crédit des institutions financières risquait de devenir trop forte.

Cependant, les nouvelles modalités de mise en œuvre de la politique monétaire au Canada visent à amener les adhérents à déterminer le niveau approprié de leurs encaisses de règlement simplement à la lumière des coûts relatifs⁵.

Auparavant, la demande d'encaisses de règlement était liée au volume des réserves obligatoires que devaient maintenir les banques. La tenue de telles réserves était généralement justifiée par le désir d'influer sur la taille du

5. Avant les changements apportés récemment aux exigences en matière de réserves, la Banque du Canada recourait à la persuasion pour dissuader les adhérents d'effectuer des emprunts excessifs. Il était cependant de plus en plus nécessaire de modifier le système, en particulier à cause du rôle des adhérents parabancaires, qui n'étaient assujettis à aucune exigence en la matière (et ne bénéficiaient pas du «calcul de la moyenne»), et de la diminution des dépôts exigés des banques, leurs avoirs en billets ayant augmenté en raison de l'utilisation croissante des guichets automatiques pendant que leurs dépôts soumis aux réserves stagnaient. La progression de ces dépôts était limitée par le fait que les banques n'étaient pas obligées de garder de réserves en contrepartie des dépôts tenus dans leurs filiales de prêt hypothécaire, afin d'être en mesure de livrer concurrence dans ce secteur aux sociétés de fiducie, qui n'avaient pas à maintenir de réserves à la Banque du Canada.

multiplicateur monétaire et par un souci de prudence. Or, cela fait longtemps que les banques centrales considèrent que le stock de monnaie est déterminé par la demande et est fonction du revenu (ou de la richesse) ainsi que des taux d'intérêt. Les points de vue ont également évolué concernant le souci de prudence qui motivait l'institution de réserves obligatoires. Si les banques solvables ont accès au crédit de la banque centrale, elles n'ont pas besoin de maintenir de réserves pour se protéger contre une ruée des déposants à leurs guichets; qui plus est, si l'on se soucie de leur rentabilité ou de leur solvabilité, il n'est guère indiqué de les obliger à détenir une partie de leur actif sous une forme improductive. La décision du gouvernement canadien d'éliminer les réserves obligatoires imposées aux banques à charte peut donc être assimilée à la simple abolition d'une taxe sur les banques. Cette décision a été prise dans le but d'uniformiser les règles du jeu au sein de la communauté financière, la législation étant en voie d'être modifiée pour donner aux concurrents des banques, qui, eux, n'étaient pas tenus de garder des réserves non rémunérées à la Banque du Canada, des pouvoirs analogues à ceux des banques en matière de prêt. L'élimination des réserves obligatoires n'influe pas sur la capacité de la Banque du Canada de mettre en œuvre la politique monétaire puisque cette institution continue de déterminer l'offre de moyens de règlement final.

Dans le régime institué en juin 1992 après l'entrée en vigueur des nouvelles lois régissant les institutions financières – lois qui, entre autres choses, abolissaient les réserves obligatoires –, les adhérents continuent de tenir un compte à la Banque du Canada, mais uniquement pour le règlement de leurs transactions⁶. Si, à l'issue des opérations de la journée, un adhérent se retrouve avec un solde de règlement négatif supérieur au solde de son compte à la Banque, il peut obtenir

de la Banque du Canada un prêt pour découvert. Le taux d'intérêt appliqué à ce découvert est le taux d'escompte. Comme celui-ci est habituellement très voisin du taux des fonds à un jour et que l'institution financière obtient un taux analogue sur l'actif qui est implicitement financé par le découvert, le seul fait d'avoir à payer un intérêt sur ce dernier n'est guère de nature à limiter les emprunts auprès de la banque centrale. Pour limiter ceux-ci, on soumet les adhérents à une contrainte supplémentaire. Sur l'ensemble d'une période de calcul de quatre ou cinq semaines qui se termine le troisième mercredi du mois, la position cumulative des adhérents (la somme de leurs positions quotidiennes) à la Banque du Canada, abstraction faite de l'incidence des prêts pour découvert, doit être égale ou supérieure à zéro. Faute de quoi, l'adhérent se voit facturer sur le solde négatif un intérêt égal à celui d'un prêt d'une journée au taux d'escompte. Le recours au crédit de la banque centrale impose donc un second coût aux adhérents : ils devront compenser leurs découverts par un solde positif dont le coût d'opportunité sera le taux d'intérêt du marché (approximativement le taux d'escompte), ou alors payer des frais équivalents. Le coût effectif est toutefois inférieur au double du taux d'escompte parce que le principe de la moyenne – qui permet d'annuler les soldes positifs et négatifs – donne à

6. En fait, jusqu'en juillet 1994, le niveau des réserves que les banques à charte devaient maintenir sous forme de numéraire ou de dépôts à la Banque du Canada a été graduellement abaissé, mais il était calculé par rapport au volume passé (moyenne de juillet 1991 à juin 1992), et non courant, des dépôts dans ces banques. Les éléments essentiels du système actuel ont été mis en place en novembre 1991, avant l'entrée en vigueur de la nouvelle législation.

l'adhérent une plus grande souplesse durant le reste de la période de calcul⁷.

Il ressort des recherches effectuées à la Banque du Canada que la demande d'encaisses de règlement des adhérents est bien définie (voir par exemple Longworth, 1989). Cela signifie que, si la Banque du Canada veut faire monter les taux à un jour, elle peut diminuer le volume global des encaisses de règlement mis à la disposition des adhérents, et vice versa si elle veut favoriser une baisse des taux. Comment modifie-t-elle le niveau de ces encaisses? La Banque tire parti du fait qu'elle est aussi le banquier de l'État.

Le gouvernement fédéral tient en effet un compte à la Banque du Canada. Il a aussi des liquidités, dont une partie est offerte chaque semaine aux adhérents par un mécanisme d'adjudication. Les encaissements et décaissements du gouvernement fédéral (y compris, par exemple, l'effet des interventions de la Banque du Canada sur les marchés des changes pour le compte du gouvernement) passent par son compte à la Banque du Canada. Ces opérations ont tendance à diminuer ou à accroître les encaisses mises à la disposition du système financier. Comme cela accentuerait inutilement la volatilité des marchés financiers, la Banque du Canada a pour politique de stériliser ces opérations en neutralisant le montant qui est injecté dans le système ou qui en est retiré. La Banque procède pour cela à des virements de fonds entre le compte du gouvernement à la Banque du Canada et les comptes de ce dernier auprès des adhérents. (Les interventions sur les marchés des changes se trouvent de ce fait automatiquement stérilisées.) Ou la Banque effectue un tirage d'un montant

équivalent aux encaisses de règlement qu'obtiendraient autrement les adhérents sous l'effet des décaissements du gouvernement, ou bien elle dépose dans leurs comptes l'équivalent des soldes que les encaissements nets du gouvernement leur feraient perdre. La Banque procède aussi de cette manière pour neutraliser l'effet non souhaité de ses propres transactions (y compris les opérations d'open market) sur les encaisses de règlement. Cette neutralisation est l'une des raisons d'être du mécanisme dit des tirages et des dépôts⁸.

Cependant, la Banque du Canada recourt au mécanisme des tirages et des dépôts non seulement pour neutraliser ces mouvements de fonds, mais aussi pour modifier l'offre globale d'encaisses de règlement aux fins de la conduite de la politique monétaire, c'est-à-dire pour influencer sur les taux à un jour. Chaque soir, après la fermeture des marchés, le personnel du département des Valeurs informe la Haute Direction de la situation probable des marchés le lendemain. Parmi les facteurs que cherche à évaluer le personnel figurent le solde ponctuel que les adhérents souhaitent avoir à la Banque du Canada et leurs attentes concernant le dépôt ou le tirage de fonds du gouvernement. Le personnel tient aussi compte des taux à un jour affichés pour le lendemain, ainsi que de tout renseignement obtenu sur la position de trésorerie des principaux adhérents (les grandes banques). Certaines journées, ces institutions doivent se procurer des fonds à court terme, tandis que, d'autres jours, elles en ont à prêter. La taille des portefeuilles que les courtiers en valeurs doivent financer le lendemain entre également en ligne de compte. Si la Banque du Canada a effectué des opérations de pension (décrites plus loin) au cours de la journée, elle saura si les participants devront financer le dénouement de ces opérations

7. En effet, une fois qu'un adhérent a une position cumulative négative au titre des encaisses excédentaires, les excédents non rémunérés observés durant le reste de la période de calcul de la moyenne ne donnent pas lieu à un coût d'opportunité égal aux taux d'intérêt du marché, puisqu'ils réduisent l'importance des intérêts à verser en fin de période. Le même raisonnement s'applique aux découverts lorsque l'adhérent a une position cumulative positive.

8. Pour plus de détails, voir Clinton (1991).

le lendemain ou si, à l'inverse, ils recevront les fonds qui avaient été retirés du système. De plus, le gouvernement met chaque jour aux enchères, sous la forme de dépôts à très court terme, l'excédent de son encaisse sur ses besoins de trésorerie quotidiens, ce qui se traduit par un apport ou une ponction de fonds pour les adhérents pris dans leur ensemble selon le sens de la variation nette de l'encours de ces dépôts⁹. Bien entendu, les variations de ces dépôts reflètent bien souvent les livraisons d'obligations et de bons du Trésor nettes des émissions échues, ou encore d'importants encaissements (p. ex. les rentrées d'impôts sur le revenu) ou décaissements (p. ex. les versements de prestations de sécurité sociale) du gouvernement¹⁰. Tous ces facteurs peuvent influencer sur le niveau probable des taux du financement à un jour le lendemain. Il convient de se rappeler que la majeure partie des fonds à un jour provient de sources autres que les banques et les courtiers (sociétés, administrations et entreprises publiques provinciales), mais que la demande de fonds à la marge est habituellement satisfaite par les adhérents, de sorte qu'elle sera influencée par le volume des encaisses de règlement offert par la Banque du Canada.

La Banque réévalue constamment le taux à un jour visé afin de veiller à ce qu'il soit en permanence compatible avec l'obtention des taux souhaités sur le marché monétaire (en particulier le taux des bons du Trésor établi lors de l'adjudication hebdomadaire). La Banque décide chaque soir de la mesure dans laquelle elle ajustera la composante de neutralisation du

tirage ou du dépôt, accroissant ainsi les encaisses de règlement dans le système ou les réduisant, dans le but d'amener le taux à un jour à l'intérieur de la fourchette visée¹¹. L'ajustement est donc fondé sur une estimation implicite de l'élasticité du taux à un jour à une modification de l'offre d'encaisses de règlement. En raison de l'existence de la composante de politique monétaire dans les tirages ou dépôts faits chaque jour par la Banque du Canada, il est évidemment plus difficile pour les adhérents d'estimer leur solde quotidien. L'opération effectuée chaque matin vers 8 h 30, heure de l'Est, modifie les soldes des adhérents en date de la veille. Au moment de décider des opérations qu'elles doivent conclure sur le marché monétaire afin d'obtenir le montant d'encaisses de règlement qu'elles souhaitent avoir en dépôt à la Banque du Canada, les institutions financières doivent évaluer le solde probable de leur compte le lendemain matin; elles doivent pour cela anticiper le montant de l'opération de tirage ou dépôt, ainsi que suivre de près le résultat de leurs transactions normales. (À cette fin, elles demandent généralement à leurs plus gros clients de les informer, dans la mesure du possible, des transactions importantes qu'ils prévoient d'effectuer.) Lorsque le tirage ou le dépôt a lieu, il est trop tard pour que les adhérents puissent modifier leur position de la veille. Toute encaisse supplémentaire fournie par la Banque signifie que ceux-ci auront davantage de fonds à prêter cette journée-là, ce qui exercera des pressions à la baisse sur le taux à un jour, et vice versa si les encaisses de règlement ont été réduites. Comme les adhérents ne connaissent pas le résultat exact des opérations quotidiennes

9. Pour plus de détails, voir O'Connor (1991).

10. L'effet d'une opération d'open market ou d'une transaction du gouvernement sur les encaisses de règlement est en principe neutralisé par le mécanisme des tirages et des dépôts. Cependant, les institutions touchées par le dépôt ou le tirage peuvent ne pas être celles qui ont besoin de réinvestir des fonds ou de refinancer leur position, ni celles qui sont en cause dans les transactions du gouvernement.

11. Il peut arriver que le montant des soldes du gouvernement limite celui du tirage que peut effectuer la Banque. Cette contrainte est cependant de nature purement technique et, au besoin, la Banque peut recourir à des opérations d'open market pour obtenir le résultat souhaité.

de compensation, ils doivent se prémunir contre d'éventuelles «surprises» à ce chapitre, car celles-ci sont coûteuses¹².

Pour donner une idée des genres de décisions prises chaque soir, les Tableaux 1 et 2 résument les types de renseignements qui entrent en ligne de compte. Les noms des adhérents sont fictifs. Les deux tableaux présentent les soldes de règlement excédentaires ponctuel et cumulatif de la veille pour chaque adhérent, leurs soldes ponctuel et cumulatif visés pour la journée et la position du système dans son ensemble. Ils montrent aussi le taux des fonds à un jour en vigueur ce jour-là, le taux prévu pour le lendemain par le marché et la fourchette des tirages ou dépôts prévus par les adhérents. Ils indiquent en outre si certains des adhérents ont d'importantes sommes à prêter ou à emprunter sur le marché à un jour. (À noter qu'un adhérent peut avoir un solde cumulatif positif et devoir quand même se procurer des fonds le lendemain. Ses besoins de financement ou sa capacité de prêt sont fonction des décisions qu'il prend concernant la gestion de l'ensemble de son bilan et non uniquement du solde de son compte à la Banque du Canada¹³.) Les Tableaux 1 et 2 montrent enfin les positions ponctuelles du système qu'impliquent différents tirages ou

dépôts, étant donné l'ampleur des transactions du gouvernement et de la banque centrale devant être neutralisées.

Dans l'exemple du Tableau 1, deux des adhérents ont des besoins de financement exceptionnellement élevés pour le lendemain, ce qui aura tendance à exercer des pressions à la hausse sur les taux à un jour. Le tirage qui permettrait aux adhérents d'obtenir le volume d'encaisses de règlement qu'ils souhaitent est supérieur au tirage qu'ils prévoient (-300 comparativement à une fourchette de -100 à +100). Cet écart peut être dû à une sous-estimation, par les adhérents, des mouvements de fonds en faveur du gouvernement et de la banque centrale, qui doivent être neutralisés. La Banque choisirait probablement, dans ce cas, d'établir la position ponctuelle du système au-dessus du niveau visé globalement par les adhérents, puisqu'elle veut en fait que le taux à un jour diminue au lieu d'augmenter comme l'indiquent les taux affichés pour le lendemain. Par exemple, la Banque pourrait décider de viser pour le système une position ponctuelle de -300 (au lieu du chiffre de -500 souhaité par les adhérents), ce qui impliquerait un tirage de 100¹⁴. En fait, l'opération globale (-100) équivaut à un dépôt

12. Pendant la période d'élimination progressive des réserves obligatoires, certains adhérents bancaires avaient encore d'importants dépôts obligatoires à la Banque du Canada. Même si ces dépôts peuvent être assimilés à un impôt sur ces banques, ils donnaient à celles-ci plus de souplesse dans la gestion de leur trésorerie, puisqu'elles pouvaient ainsi accorder des prêts à hauteur de ces dépôts, une journée déterminée, sans devoir les financer par un découvert. Cela s'est traduit à l'occasion par une certaine rigidité dans la réaction des taux à un jour au volume des encaisses de règlement. Si les banques ayant des dépôts obligatoires substantiels avaient un important solde cumulatif excédentaire positif vers la fin de la période de calcul en raison de surprises survenues au stade de la compensation, elles pouvaient continuer d'accorder des prêts pendant un certain temps même si la Banque du Canada entreprenait de retirer des fonds du système, ce qui retardait parfois le durcissement des taux à un jour que la Banque avait voulu provoquer.

13. Les institutions financières qui, aux Tableaux 1 et 2, ont d'importants besoins de financement ou d'importantes sommes à investir ont été choisies dans le but d'illustrer le fonctionnement du système; aucun lien ne doit être établi avec les autres renseignements figurant dans les Tableaux. Voici deux exemples des facteurs qui influent sur la position de demandeur ou d'offreur net de fonds des banques : un certain nombre de dépôts à terme qui arrivent à échéance dans un proche avenir, d'où d'importants besoins de financement; la remise à plus tard, dans le cadre d'une stratégie de placement, de l'achat d'un important volume de bons du Trésor ou d'obligations, ce qui libère des fonds à investir à un jour.

14. Ce n'est pas le montant absolu du tirage ou du dépôt, mais la différence entre la transaction effectuée et ce à quoi s'attendent les opérateurs du marché qui importe aux fins de la politique monétaire.

Tableau 1 Nécessité d'injecter des fonds dans le système					
Soldes de règlement excédentaires					
Adhérent	Solde précédent		Solde visé		Fonds à emprunter ou à placer*
	Ponctuel	Cumulatif	Ponctuel	Cumulatif	
Banque AB	322	-111	-111	-222	
Banque de Winnipeg	-87	-130	-119	-249	
Banque du St-Laurent	-107	-23	-178	-201	
Manufacturers Bank	32	161	-58	103	
Banque Maritime	-63	192	-73	119	
Traders Bank	93	506	52	558	
Fiducie de l'Ontario	-8	34	-13	21	
Merchant Trust	-52	85	12	97	
Co-op Credit of BC	21	168	-12	156	
Système	151	882	-500	382	
Fourchette des tirages et dépôts prévus par les adhérents (Le signe moins indique un tirage, le signe plus, un dépôt.)					de -100 à +100
Position ponctuelle possible du système	Variation possible de la position ponctuelle du système**		Opération de tirage ou dépôt	Dont : Neutralisation des opérations du gouvernement et de la banque centrale	
-500	-651		-300	351	
-300	-451		-100	351	
0	-151		+200	351	
Taux d'escompte					5,25 %
Taux à un jour de la journée					5,00 %
Taux à un jour affiché pour le lendemain					5,25 %
Taux à un jour visé					4,75 %
* <input type="text"/>	Importants besoins de financement		<input type="text"/>	Importants montants à investir	
**Différence entre la position actuelle du système et la position précédente					

Tableau 2 Nécessité de retirer des fonds du système					
Soldes de règlement excédentaires					
Adhérent	Solde précédent		Solde visé		Fonds à emprunter ou à placer*
	Ponctuel	Cumulatif	Ponctuel	Cumulatif	
Banque AB	322	-111	40	-71	
Banque de Winnipeg	-87	-130	-101	-231	■
Banque du St-Laurent	-107	-23	70	47	
Manufacturers Bank	32	-161	60	-101	
Banque Maritime	-63	192	-75	117	
Traders Bank	93	-506	90	-416	■
Fiducie de l'Ontario	-8	34	5	39	
Merchant Trust	-52	-85	10	-75	
Co-op Credit of BC	21	168	1	169	
Systeme	151	-622	100	-522	
Fourchette des tirages et dépôts prévus par les adhérents (Le signe moins indique un tirage, le signe plus, un dépôt.)					de -100 à +100
Position ponctuelle possible du système	Variation possible de la position ponctuelle du système**		Opération de tirage ou dépôt	Dont : Neutralisation des opérations du gouvernement et de la banque centrale	
250	+99		400	301	
100	-51		250	301	
-150	-301		0	301	
Taux d'escompte				5,25 %	
Taux à un jour de la journée				5,00 %	
Taux à un jour affiché pour le lendemain				4,75 %	
Taux à un jour visé				5,125 %	
* <input type="text"/> Importants besoins de financement <input type="text"/> Importants montants à investir					
**Différence entre la position actuelle du système et la position précédente					

de 351 destiné à compenser les encaissements nets du gouvernement et de la Banque du Canada et à un tirage de 451 aux fins de la politique monétaire (qui ramènerait la position ponctuelle de 151 à -300). Dans l'exemple du Tableau 2, le dépôt effectué à des fins de neutralisation est plus élevé que prévu, deux des banques ont des montants exceptionnellement importants à prêter et le taux affiché pour le lendemain sur le marché des fonds à un jour laisse présager une baisse du taux à un jour, alors que la Banque voudrait que celui-ci augmente légèrement. Dans ce cas-ci, la Banque fixerait probablement la position ponctuelle du système au-dessous du niveau souhaité par les adhérents. Par exemple, la Banque pourrait essayer de fixer cette position à -150, ce qui ne nécessiterait aucune transaction (ou l'équivalent d'un dépôt de 301 pour neutraliser les encaissements nets du gouvernement et de la Banque combiné à un tirage de 301 aux fins de la politique monétaire).

Il importe de noter que, lorsqu'on analyse l'opération de tirage ou de dépôt, ce n'est pas le niveau absolu des encaisses offertes qui doit être considéré comme généreux ou restrictif, mais bien le niveau de ces encaisses par rapport à celui que souhaitent les adhérents.

S'il est vrai que le mécanisme des tirages et des dépôts est le principal moyen utilisé pour mettre en œuvre la politique monétaire, les opérations d'open market jouent également un rôle complémentaire important, en particulier en période de volatilité des taux d'intérêt.

LES OPÉRATIONS D'OPEN MARKET

Les opérations d'open market menées sur le marché des bons du Trésor constituent pour la Banque du Canada un outil supplémentaire dans la conduite

de la politique monétaire¹⁵. Comme l'objectif que la Banque poursuit en matière de conditions monétaires globales est formulé en fonction des taux à court terme sur le marché monétaire, la fourchette dans laquelle elle souhaite que le taux à un jour s'établisse n'est qu'un moyen d'atteindre l'objectif visé et peut dans les faits se révéler inappropriée. Le cas échéant, il peut donc être nécessaire de seconder le mécanisme des tirages et des dépôts par des opérations d'open market sur bons du Trésor.

En gros, la Banque recourt à deux techniques pour mener ces opérations d'open market : les opérations de pension sur bons du Trésor¹⁶, qui influent sur le marché des fonds à un jour, et les achats ou ventes de bons du Trésor sur le marché, qui ont un effet plus général sur le marché monétaire. Durant la journée, les opérations effectuées sur le marché des fonds à un jour et le montant du financement à un jour que les opérateurs du marché monétaire ont encore besoin de se procurer donnent aux autorités une idée de l'évolution du marché. Un indice du résultat probable de la prochaine adjudication de bons du Trésor (et, donc, de la variation probable des taux du marché monétaire de façon générale) est le prix auquel se négocie le bon du Trésor à trois mois avant l'émission¹⁷.

15. Pour plus de renseignements sur le marché des bons du Trésor, voir Fettig (1994).

16. Pour plus de détails, voir l'article de Clinton et Fettig (1989) reproduit dans le présent volume.

17. Le marché des bons avant l'émission est un marché à terme des bons du Trésor qui doivent être mis aux enchères le mardi suivant; il entre en activité dès l'annonce, le mardi précédent, de la taille de la prochaine adjudication. Ce sont surtout les adhérents et les principaux participants au marché des valeurs mobilières qui s'adressent à ce marché, afin de vendre d'avance les bons du Trésor qu'ils entendent acquérir à la prochaine adjudication ou de couvrir la position qu'ils comptent y prendre. Le rendement des bons du Trésor négociés avant l'émission est généralement un bon baromètre du rendement qui sera obtenu lors de la prochaine adjudication. Pour en savoir davantage sur le marché des bons du Trésor avant l'émission, voir Pugh (1992).

Lorsque la Banque choisit d'intervenir sur le marché du financement à un jour, elle effectue des opérations de pension : des prises en pension spéciales¹⁸ pour empêcher les taux de dépasser un certain plafond ou des cessions en pension pour les empêcher de descendre au-dessous d'un plancher. Quand la Banque offre de procéder à une prise en pension spéciale, elle annonce aux agents agréés du marché monétaire (des banques et des courtiers en valeurs mobilières désignés) qu'elle leur achètera des bons du Trésor pour les leur revendre le lendemain à un prix déterminé. La différence de prix entre les deux opérations est le taux d'intérêt auquel la Banque consent un financement aux agents agréés. Bien qu'il existe des lignes de crédit qui limitent en théorie le volume des concours que chaque agent agréé peut obtenir de la Banque, celle-ci peut choisir d'offrir des prises en pension spéciales plus d'une fois dans la même journée. Elle peut de cette manière plafonner le taux des fonds à un jour. Le taux auquel la Banque choisit d'offrir une prise en pension spéciale peut également constituer pour le marché un indice révélateur de la politique monétaire à venir. Si, par contre, la prise en pension spéciale est offerte au taux d'escompte en vigueur, cela indique généralement que l'opération est de caractère purement technique et vise à favoriser le maintien de conditions ordonnées sur le marché. La cession en pension est l'opération exactement inverse; elle est en pratique offerte aux principaux adhérents (c'est-à-dire les grandes banques), qui constituent les plus importantes sources de fonds à un jour à la marge, le but étant alors d'éponger les excédents de liquidités pour limiter la baisse du taux à un jour. Là encore, le taux auquel une cession en pension est offerte

18. On les qualifie de «spéciales» parce que les prises en pension ordinaires se font à l'initiative des agents agréés du marché monétaire, sont assujetties à un plafond défini d'avance et sont conclues au taux d'escompte.

peut être un important signal des autorités monétaires. Lorsque des prises en pension spéciales et des cessions en pension ont toutes deux été offertes au cours de la période récente, le marché peut se faire une idée précise de la fourchette dans laquelle la Banque souhaite voir s'établir les taux à un jour. Cette fourchette évolue toutefois en même temps que les conditions du marché. Jusqu'ici, la Banque n'a pas utilisé explicitement l'une ou l'autre de ces opérations dans le seul but de signaler une modification de la fourchette de taux visée; elle n'a eu recours à ces techniques que lorsqu'elle souhaitait limiter les variations du taux à un jour. Dans certains cas, en particulier pour les cessions en pension, le simple fait que la Banque offre de procéder à une opération de pension peut produire l'effet désiré sur le taux à un jour sans que l'opération ait effectivement lieu. Le Tableau 3 donne un aperçu de la fréquence et de l'ampleur des opérations de pension conclues au cours de la période allant de janvier 1993 à octobre 1994. Des cessions en pension ont été offertes au cours des mois d'août 1993, de décembre 1993 et d'avril 1994, mais aucune n'a trouvé preneur.

La Banque du Canada peut juger préférable d'intervenir directement sur le marché des bons du Trésor de manière à influencer le résultat de la prochaine adjudication. La Banque détient un portefeuille de titres d'État composé en bonne partie de bons du Trésor¹⁹. À chaque adjudication hebdomadaire, elle achète de nouveaux bons, principalement – mais non exclusivement – des bons à trois mois, au fur et à mesure que les titres

19. La proportion des bons du Trésor a augmenté au fil du temps, la taille du marché monétaire, sur lequel la Banque cherche à influencer, s'étant accrue plus vite que la demande de billets, qui constituent le principal engagement de la Banque. L'élimination progressive des réserves obligatoires a accéléré le gonflement de la part des bons du Trésor en réduisant la taille du bilan de la banque centrale. Il en est résulté une baisse de la part que les obligations représentent dans le portefeuille de la Banque.

qu'elle a en portefeuille arrivent à échéance. La semaine suivante, elle peut intervenir au besoin sur le marché au comptant des bons du Trésor – le marché des bons à trois mois nouvellement émis – de manière à influencer sur le résultat de l'adjudication suivante (et, ainsi, sur l'ensemble des taux à court terme du marché monétaire) afin que celui-ci soit compatible avec la réalisation de l'objectif visé en matière de conditions monétaires. Dans la pratique, la Banque vend des bons plus souvent qu'elle n'en achète. Si elle souhaite limiter la baisse du taux d'escompte, elle peut décider de vendre sur le marché au comptant des bons échéant dans trois mois lorsque les bons qui seront émis le mardi suivant se négocient à un taux voisin du taux souhaité et que le marché semble disposé à le faire diminuer. Selon la vigueur du marché, la Banque peut avoir à procéder à plus d'une vente au cours de la journée ou au cours de plusieurs jours de la semaine. Si le marché est très ferme et qu'il reste à la Banque peu de bons du Trésor échéant dans trois mois, elle peut vendre des bons assortis d'une échéance légèrement inférieure. La Banque n'est pas, jusqu'ici, intervenue directement sur le marché des bons avant l'émission, même si rien, en principe, ne l'empêche de le faire. Cependant, quand les pressions à la baisse qui s'exerçaient sur les taux ont été particulièrement vives, la Banque a vendu le matin de l'adjudication (et, plus rarement, la veille de celle-ci) des bons à échéance concordante qu'elle avait en portefeuille (il s'agit de bons émis à six ou douze mois dont la date d'échéance concorde avec celle des bons à trois mois qui doivent être mis aux enchères cette semaine-là).

La Banque procède de temps à autre à des achats de bons du Trésor pour limiter la hausse de leur taux. Elle procède aussi à des échanges de bons ayant différentes échéances avec le marché, généralement pour rééquilibrer la structure de son portefeuille. (Par exemple, si elle vend sur le marché, au cours de la semaine qui suit l'adjudication, tous les bons à trois mois

qu'elle a achetés à cette occasion, il lui restera très peu de bons arrivant à échéance trois mois plus tard, ce qui limitera sa capacité d'acheter des bons sans gonfler son bilan. Grâce aux échanges de bons auxquels elle procède en vue de rééquilibrer son portefeuille, la Banque peut contourner cette difficulté.) Le Tableau 3 renseigne sur l'ampleur des opérations effectuées par la Banque du Canada sur le marché des bons du Trésor de janvier 1993 à octobre 1994. Aucune distinction n'est établie entre les achats ou ventes effectués dans le but d'influer sur les taux et ceux qui visent le rééquilibrage du portefeuille de la Banque, mais, comme le second type de transaction est par définition symétrique, la différence entre le total des ventes et le total des achats est un bon baromètre de l'orientation des interventions de la Banque. Le Tableau n'établit pas non plus de distinction entre les ventes de bons sur le marché au comptant et les ventes de bons à échéance concordante. Les sommes en jeu dans cette dernière catégorie sont généralement faibles, puisque c'est le signal donné qui importe dans ce cas. Comme on peut le constater, la Banque fait largement appel aux opérations d'open market, mais pas tout le temps ni toujours avec la même intensité. En 1993, la Banque a vendu des bons sur le marché au comptant au cours de 43 des 52 intervalles séparant deux adjudications et est intervenue en trois occasions (chaque fois le matin d'une adjudication) sur le marché des bons à échéance concordante. Au cours des dix premiers mois de 1994, ces ventes ont été moins fréquentes (elles n'ont été observées qu'au cours de 13 des 44 périodes séparant deux adjudications, tandis que le marché des bons à échéance concordante a été sollicité à trois reprises); aussi les achats nets lors des adjudications ont-ils été plus faibles.

Le Tableau 4 illustre l'évolution des opérations de pension depuis que les prises en pension spéciales ont été instituées en 1985 et que la première cession en pension a été offerte en 1986. Le recours à ces opérations a ensuite

connu une augmentation rapide, en particulier dans le cas des prises en pension spéciales. En 1993, l'utilisation de ces techniques, plus particulièrement de la prise en pension spéciale, a fortement diminué, le taux des prêts à vue étant généralement conforme au niveau souhaité par la Banque. Au cours des dix premiers mois de 1994, les opérations de pension ont été beaucoup plus fréquentes, en raison de la volatilité des marchés financiers et de la décision de la Banque du Canada d'indiquer de façon plus explicite la fourchette dans laquelle elle souhaitait voir s'établir le taux à un jour²⁰. Le Tableau 5 donne une idée de l'importance des achats et des ventes de bons du Trésor au fil des années en illustrant leur évolution par rapport à la taille du marché des bons. Il importe de noter que les opérations d'open market servent à seconder, et souvent à tempérer, l'effet du mécanisme des tirages et des dépôts sur les taux d'intérêt à court terme au Canada. Ce serait une erreur d'évaluer l'orientation de la politique monétaire, à un moment donné, exclusivement en fonction de l'incidence de ces opérations. Ainsi, durant les années 1988 et 1989, où la Banque du Canada favorisait une hausse des taux à court terme, les ventes de bons du Trésor ont été moins nombreuses, alors qu'en 1991, 1992 et 1993, lorsque la Banque cherchait à ralentir la baisse des taux à court terme, elles ont été très fréquentes. En 1994, les ventes par la Banque de bons du Trésor ont diminué, les pressions à la baisse des taux à court terme sur les marchés monétaires s'étant en bonne partie dissipées.

20. Les fourchettes visées ont été indiquées explicitement dans l'article intitulé «L'évolution économique et financière récente», paru dans la livraison d'automne 1994 de la Revue de la Banque du Canada.

CONCLUSION

La mise en œuvre de la politique monétaire canadienne n'a guère changé dans ses grandes lignes au cours des dernières années, en dépit d'un certain nombre de modifications apportées à la réglementation et de changements dictés par les marchés. La Banque du Canada a pu conserver la même influence que par le passé sur les taux d'intérêt à très court terme malgré l'élimination des réserves obligatoires, la taille plus importante du marché monétaire (qui reflétait en particulier l'encours beaucoup plus élevé des bons du Trésor) et de nombreuses innovations sur les marchés financiers (notamment l'apparition de produits dérivés très sophistiqués). Le mécanisme fondamental des tirages et des dépôts demeure le principal outil employé par la Banque, et le seul changement notable a été le recours aux opérations de pension qui est venu s'ajouter aux achats et ventes directs de bons du Trésor sur le marché²¹.

21. L'instauration d'un système de transfert électronique des paiements de grande valeur avec règlement le même jour visant à assurer la finalité des paiements devrait finir par éliminer les surprises, à l'exception de celles qui proviennent des petits chèques et du mécanisme des tirages et des dépôts proprement dit, et elle pourrait par conséquent avoir un effet non négligeable sur l'utilisation de ce mécanisme. On trouvera un aperçu de deux solutions de rechange possibles au système actuel dans l'étude de Longworth et Muller (1991).

Tableau 3 Opérations de la Banque du Canada		En millions de dollars									
		Cessions en pension			Prises en pension spéciales			Bons du Trésor			
		Nbre de jours où il y a eu offre	Encours moyen par jour ouvrable	Nbre de jours où il y a eu offre	Encours moyen par jour ouvrable	Ventes sur le marché	Achats sur le marché	Achats aux adjudications, nets des bons arrivant à échéance et des opérations avec les clients			
1993											
Janvier		2	10,0	0	0,0	3 956,4	52,4	2 856,2			
Février		0	0,0	0	0,0	3 476,0	0,0	2 550,2			
Mars		1	29,3	0	0,0	3 729,0	480,0	3 947,1			
Avril		3	42,9	0	0,0	3 221,0	267,0	5 141,8			
Mai		3	85,5	0	0,0	3 681,0	545,0	2 724,2			
Juin		0	0,0	1	11,6	2 815,0	0,0	3 770,5			
Juillet		2	19,0	0	0,0	5 692,0	0,0	5 202,3			
Août		1	0,0	1	15,0	2 665,0	0,0	3 655,6			
Septembre		2	22,6	0	0,0	3 495,0	1 220,0	3 582,7			
Octobre		0	0,0	0	0,0	4 523,0	48,0	3 266,6			
Novembre		1	26,2	0	0,0	3 630,0	0,0	3 470,4			
Décembre		1	0,0	0	0,0	4 610,0	775,0	4 179,0			
1994											
Janvier		0	0,0	0	0,0	1 512,0	602,0	2 176,1			
Février		0	0,0	1	27,8	140,0	140,0	832,8			
Mars		0	0,0	2	14,9	225,0	0,0	1 057,4			
Avril		2	0,0	1	35,3	2 376,0	0,0	922,8			
Mai		0	0,0	0	0,0	485,0	0,0	1 001,7			
Juin		2	9,1	2	37,3	335,0	335,0	776,6			
Juillet		0	0,0	2	57,7	1 235,0	75,0	266,9			
Août		3	15,2	3	108,4	1 200,0	0,0	-472,9			
Septembre		5	137,4	5	144,3	375,0	0,0	243,5			
Octobre		1	19,5	7	225,0	0,0	0,0	889,8			

	Prises en pension spéciales (millions)	Prises en pension spéciales/Encours moyen des bons du Trésor %	Cessions en pension (millions)	Cessions en pension/Encours moyen des bons du Trésor %
1985	874,70	1,53	0,00	0,00
1986	5 410,90	8,30	150,00	0,23
1987	19 619,30	25,15	525,00	0,67
1988	22 955,00	26,67	3 885,00	4,51
1989	10 756,30	9,71	600,00	0,54
1990	20 168,80	16,00	4 598,00	3,65
1991	10 190,00	13,26	2 015,00	1,39
1992	10 310,00	6,57	6 795,00	4,33
1993	585,00	0,35	4 910,00	2,97
1994*	13 236,00	7,95	3 825,00	2,30

* Les données sur lesquelles se fondent les chiffres de 1994 vont jusqu'au 31 octobre.

	Rapport des achats annuels à l'encours moyen des bons du Trésor %	Rapport des ventes annuelles à l'encours moyen des bons du Trésor %
1985	3,88	14,69
1986	1,65	17,64
1987	5,80	8,04
1988	3,15	5,15
1989	0,95	3,42
1990	1,85	11,30
1991	3,76	20,80
1992	2,21	18,85
1993	2,05	27,55
1994*	0,69	4,73

* Les données sur lesquelles se fondent les chiffres de 1994 vont jusqu'au 31 octobre.

BIBLIOGRAPHIE

- Banque du Canada (1992). *Rapport annuel du gouverneur*.
- Clinton, K. (1991). «La gestion des encaisses : principale technique employée par la Banque du Canada dans la conduite de la politique monétaire», article reproduit dans le présent volume.
- Clinton, K. et K. Fetting (1989). «Les opérations de vente à réméré dans la conduite de la politique monétaire», article reproduit dans le présent volume.
- Duguay, Pierre et Stephen Poloz (1994). «Le rôle des projections économiques dans la formulation de la politique monétaire au Canada», article reproduit dans le présent volume.
- Fetting, Kevin (1994). «Le marché des bons du Trésor du gouvernement canadien et son rôle dans la politique monétaire», *Revue de la Banque du Canada*, printemps.
- Freedman, C. (1994). «Le recours aux indicateurs et à l'indice des conditions monétaires au Canada», article reproduit dans le présent volume.
- Longworth, David (1989). «Optimal Behaviour of Direct Clearers in a World with Zero Reserve Requirements», communication présentée à l'assemblée annuelle de l'Association canadienne d'économique, juin.
- Longworth, David et Patrice Muller (1981). «Implementation of Monetary Policy in Canada with Same-Day Settlement: Issues and Alternatives», document de travail n° 91-3, Banque du Canada, août.
- O'Connor, S. (1991). «Note technique : L'adjudication des dépôts du Receveur général», *Revue de la Banque du Canada*, août.
- Pugh, D. G. (1992). «Note technique : Le marché des bons du Trésor du gouvernement canadien avant l'émission», *Revue de la Banque du Canada*, novembre.

La gestion des encaisses : principale technique employée par la Banque du Canada dans la conduite de la politique monétaire

Kevin Clinton

GÉNÉRALITÉS

Le présent article décrit les techniques que met en œuvre la Banque du Canada pour conduire au jour le jour la politique monétaire par le jeu du contrôle qu'elle exerce sur le volume des encaisses que les banques et les institutions parabancaires utilisent pour régler leurs paiements, et explique comment certaines caractéristiques structurelles du système financier au Canada, notamment les fonctions d'agent financier du gouvernement que remplit la banque centrale, influencent ces techniques. Le glossaire fourni à la fin de l'article explique certains termes spéciaux et s'accompagne d'une liste de documents que la Banque du Canada a déjà publiés sur la gestion des encaisses.

Le transfert des dépôts du gouvernement canadien constitue la technique de base à court terme. Si le transfert se fait d'une banque ou d'une autre institution participant à la compensation à la Banque du Canada, il s'agit

d'un «tirage»; dans le cas contraire, il s'agit d'un «dépôt». Bien que la régulation des encaisses fasse intervenir un grand nombre de facteurs d'ordre institutionnel, le principe en est fort simple : un tirage réduit les liquidités du système bancaire, un dépôt les augmente¹.

La Banque du Canada fixe quotidiennement le niveau de ces encaisses et peut, par le mécanisme des tirages et des dépôts, régler tous les jours avec une très grande précision l'offre d'encaisses de règlement. Cette technique ne permet toutefois pas à la Banque d'accroître son bilan parallèlement à l'expansion de l'économie. Aussi les opérations de gestion des encaisses sont-elles complétées par des acquisitions périodiques de titres du gouvernement canadien, effectuées habituellement au moment de l'émission, ce qui permet à la Banque de

1. Les modalités techniques pourraient être adaptées sans difficulté à deux importantes modifications structurelles qui sont maintenant envisagées : l'abolition des réserves obligatoires imposées aux banques à charte et l'instauration par l'ACP d'un système automatisé de règlement le même jour des gros effets. Les modifications susceptibles d'être apportées à cet égard sont décrites dans le document de travail intitulé «La conduite de la politique monétaire dans un système sans réserves obligatoires», septembre 1987, et dans le deuxième document de travail sur la conduite de la politique monétaire dans un système libre de réserves obligatoires, février 1989.

déterminer le rythme de croissance de son bilan au fil du temps.

L'objectif immédiat de la gestion des encaisses consiste à s'assurer que les variations des taux d'intérêt à court terme sont compatibles avec un rythme d'expansion monétaire non inflationniste. Une offre abondante d'encaisses monétaires de la part de la banque centrale fait baisser les taux d'intérêt pendant un certain temps et stimule l'expansion monétaire; un resserrement de l'offre produit l'effet contraire. Dans ce contexte, on entend par «encaisses» les engagements de la Banque du Canada qui peuvent servir au règlement ultime des obligations de paiement. Les adhérents de l'ACP – les grandes banques à charte et les autres établissements de dépôt importants, qui assument la majeure partie des paiements par chèques et des autres types de paiements au Canada – règlent leurs créances mutuelles après la compensation quotidienne des chèques et des virements électroniques par le jeu des débits et des crédits à leurs comptes de dépôt à la Banque du Canada. Comme ces dépôts servent à la compensation d'effets entre membres de l'ACP, ils représentent un rouage essentiel du mécanisme d'échange dans l'économie. Les adhérents doivent garder des dépôts de règlement suffisants pour s'acquitter de leurs obligations de paiement, mais, étant donné que leurs dépôts à la Banque du Canada ne sont pas rémunérés, tout excédent de ceux-ci par rapport à ce qu'ils jugent nécessaire est rapidement prêté à des tiers. C'est pourquoi les variations des encaisses de règlement influent assez vite sur le marché monétaire à très court terme, c'est-à-dire le marché du crédit à un jour.

L'importance accordée par la Banque du Canada à la régulation des encaisses s'explique par le fait qu'il s'agit là d'un instrument qui laisse largement jouer les forces du marché. Si l'offre d'encaisses ne correspond pas au niveau

global désiré par les adhérents, les mesures d'ajustement prises par ces derniers influenceront immédiatement le loyer de l'argent à un jour. Mais l'influence que la régulation des encaisses par la Banque du Canada exerce sur les taux d'intérêt est indirecte et elle est supplantée par celle des forces du marché lorsque le terme à courir est plus long. En revanche, les ventes et les achats de titres que la banque centrale effectue sur le marché ont un effet direct sur les taux d'intérêt pour une échéance donnée. C'est pourquoi la Banque recourt à des opérations d'open market non dans le but de doser l'offre de liquidités, mais plutôt comme mesure supplétive, toutes les fois qu'elle cherche à exercer un effet bien précis sur la structure des taux. Par exemple, elle pourrait recourir à des opérations de vente à réméré afin d'influencer directement le taux à un jour ou à des ventes ou achats purs et simples de bons du Trésor dans le but d'influencer les taux à trois mois. Dans chaque cas, tout effet non souhaité sur le niveau des liquidités du système bancaire est neutralisé ultérieurement par un transfert de dépôts du gouvernement².

LES MÉTHODES DE RÉGULATION DES ENCAISSES

L'offre d'encaisses de règlement au système de paiements est déterminée, à toutes fins pratiques, en fonction des exigences de la politique monétaire. Bien qu'un vaste éventail d'opérations officielles puisse influencer sur cette offre, la Banque du Canada est à même d'en neutraliser quotidiennement les effets et, ainsi,

2. Certains aspects des opérations d'open market menées par la Banque du Canada sont décrits de façon plus détaillée dans l'article de Kevin Clinton et Kevin Fetting qui suit celui-ci.

de régler avec une assez grande précision l'offre d'encaisses de règlement. Pour comprendre les opérations concrètes que comporte ce processus, il est utile de commencer par recenser toutes les sources possibles de variation des encaisses, présentées au Tableau 1. On distingue dans cette liste quatre catégories d'effets de paiement, qui correspondent toutes à des opérations effectuées entre le gouvernement fédéral ou la banque centrale, d'une part, et le reste de l'économie, de l'autre.

Il convient toutefois d'apporter quelques précisions sur ces quatre catégories d'opérations.

Première catégorie. Les opérations du gouvernement fédéral sont très importantes en volume, en ce sens que chacune d'elles accuse à la longue d'importantes variations. Les décaissements nets correspondent à la différence entre les dépenses et les recettes. Le Receveur général tient des dépôts pour le compte du gouvernement fédéral. Les décaissements effectués par celui-ci sont tirés sur la Banque du Canada, ce qui crée des créances sur cette dernière au profit des bénéficiaires. Toutes choses étant égales par ailleurs, il en résulte une augmentation des liquidités du système bancaire, ces créances étant invariablement déposées dans les comptes détenus auprès des adhérents qui les présentent à la banque centrale aux fins de compensation. Inversement, les recettes du gouvernement (par exemple les recettes fiscales et le produit d'émissions de titres de dette) entraînent une ponction dans les dépôts des adhérents à la banque centrale. En l'absence de mesures compensatoires de la Banque du Canada, tout décaissement net ou toute recette nette du gouvernement fédéral se traduit par une augmentation ou par une diminution des encaisses de règlement.

Tableau 1 L'augmentation quotidienne des dépôts des adhérents à la Banque du Canada est égale à la somme des éléments suivants :

Opérations du gouvernement fédéral

décaissements nets ordinaires du gouvernement fédéral

moins

nouvelles émissions nettes de titres de dette à l'intention du public

plus

achats (*moins* ventes) officiels de devises

plus

augmentation nette des dépôts à terme du Receveur général auprès des adhérents

Opérations monétaires non contrôlées directement

augmentation nette des avances consenties par la Banque du Canada aux adhérents

plus

augmentation nette des prises en pension ordinaires

moins

retraits de billets de banque par les adhérents à la Banque du Canada

Opérations d'open market

achats simples de titres par la Banque du Canada sur le marché (*moins* ventes)

plus

augmentation nette des prises en pension spéciales

moins

augmentation nette des cessions en pension

Opérations de gestion du Trésor effectuées par la Banque du Canada

dépôt (augmentation) ou tirage (diminution) des dépôts à vue du Receveur général auprès des adhérents

Deuxième catégorie. Les opérations monétaires sur lesquelles la banque centrale n'exerce pas au jour le jour une influence directe relèvent de trois sortes d'activités assez différentes. Les *avances aux adhérents* visent à leur permettre de compenser les manques éventuels de liquidités à la fin d'un cycle de compensation journalier ou à maintenir leurs réserves-encaisse au niveau minimal obligatoire à la fin d'une période de réserve. C'est la Banque qui fixe les modalités de ces avances, mais les montants consentis au cours d'une journée donnée dépendent dans une très large mesure des pertes imprévues qu'enregistrent les adhérents à l'issue de la compensation. Les *prises en pension ordinaires* représentent une source de financement que la Banque met à la disposition des négociants en valeurs agréés à concurrence d'un plafond qu'elle fixe, au préalable, et les *retraits de billets* à la banque centrale sont effectués par les adhérents selon leurs besoins.

Troisième et quatrième catégories. Il s'agit des instruments de la politique monétaire utilisés de façon discrétionnaire par la Banque du Canada.

La décision de la Banque d'effectuer un tirage ou un dépôt intervient peu après 17 h, chaque jour ouvrable. Presque toutes les autres opérations qui entrent en ligne de compte étant terminées à cette heure-là, la Banque peut estimer de façon assez précise tous les éléments du Tableau 1, à l'exception des avances aux adhérents, qui sont les seules à ne pas être déterminées à l'avance. À titre d'agent financier du gouvernement, la Banque du Canada est en mesure de suivre tous les encaissements et décaissements du gouvernement avant qu'ils passent dans le système de compensation de l'ACP et, en consultation avec le gouvernement, elle procède à la modification des dépôts à terme du Receveur général. Les mouvements de

l'encaisse qui découlent des émissions de titres négociables et des opérations sur le marché des changes sont connus au moins un jour à l'avance en raison de la manière dont la date de valeur de ces opérations est fixée. De plus, il va sans dire que la Banque connaît le montant de ses propres opérations.

Les avances de la Banque du Canada ne sont toutefois pas connues au moment où l'on établit le niveau des encaisses, puisqu'elles ne sont pas consenties avant le règlement des paiements de la journée, lequel a lieu le lendemain³. On reviendra dans la suite de l'article sur la question des emprunts auprès de la Banque du Canada; il suffit de noter ici que l'octroi des avances ne dilue pas de manière sensible l'influence que la détermination des encaisses exerce sur les conditions monétaires.

Le mécanisme des tirages et des dépôts

Une fois que le niveau des encaisses a été décidé, on procède à la répartition des dépôts à vue du gouvernement entre les divers adhérents, en fonction de ratios établis. Chaque adhérent est informé, à 8 h 30 le jour ouvrable qui suit la décision de la Banque, du débit ou du crédit porté au compte de dépôt tenu chez lui au nom du Receveur général. En vertu du régime de règlement rétroactif, tout mouvement enregistré au poste des dépôts du bilan de la Banque du Canada est daté du jour ouvrable précédent. Du point de vue des adhérents, cela signifie que le tirage ou le dépôt intervient trop tard pour

3. *Le règlement effectué dans le cadre de l'ACP est rétroactif, de sorte que l'inscription des opérations avec les clients au bilan des institutions participant à la compensation et la variation correspondante des dépôts à la Banque du Canada portent la même date de comptabilisation. Le déroulement du processus de règlement a été décrit par James F. Dingle dans un article intitulé «Note technique : Le mode de règlement rétroactif des opérations journalières de compensation des chèques et des autres effets de paiement», Revue de la Banque du Canada, août 1986.*

permettre un rajustement de leur bilan pour la même journée.

Chaque tirage ou dépôt comporte deux composantes : (i) *la composante de neutralisation*, qui vise à compenser l'incidence produite sur l'ensemble des encaisses de règlement par l'ensemble des effets de paiement prédéterminés et, par conséquent, est égale à la valeur négative de l'incidence estimative nette de ces effets de paiement sur les encaisses; et (ii) *la composante de politique monétaire*, qui est égale à la variation des encaisses désirée par la Banque. Une caractéristique propre aux activités de la banque centrale au Canada est que les opérations d'open market, tout comme les autres opérations de paiement, sont couramment neutralisées : ces opérations visent à influencer les taux d'intérêt au moment où elles sont menées, et non à établir à un palier quelconque le niveau des encaisses de règlement à la fin de la journée.

Étant donné que la Banque peut estimer de façon précise les effets de paiement prédéterminés du Tableau 1, la composante de neutralisation du mécanisme des tirages et des dépôts compense de manière assez exacte l'incidence de ces effets de paiement sur les encaisses. C'est pourquoi la variation effective des dépôts des adhérents à la Banque correspond habituellement d'assez près à ce que vise la composante de politique monétaire du mécanisme; la plupart des écarts notables par rapport au niveau cible sont dus aux avances.

Le tirage ou le dépôt n'indique pas en soi la variation du volume total d'encaisses de règlement offert au système bancaire et, de plus, il peut ne pas montrer correctement le sens de cette variation. Bien que, dès 8 h 30, un adhérent puisse calculer sans difficulté le tirage ou le dépôt global d'après sa part de dépôts à vue du Receveur général, il ne connaît pas exactement la valeur nette des effets de paiement neutralisés par la Banque. Étant donné que les montants

nets neutralisés chaque jour sont considérables (ils dépassent souvent 500 millions de dollars en valeur absolue), il peut être assez difficile aux adhérents de discerner la composante de politique monétaire du mécanisme susmentionné. Par exemple, lorsque les sorties de fonds du gouvernement sont importantes, un tirage ne se traduit pas nécessairement par une réduction de l'offre d'encaisses de règlement.

Les bilans du secteur public

Le bilan de la Banque du Canada, publié chaque mercredi (ou le jour ouvrable précédent si le mercredi est un jour férié) et à la fin du mois, fait état des dépôts des adhérents, lesquels sont ventilés entre le groupe des banques à charte et les autres adhérents (ce qui renseigne sur la position de réserve globale des banques). La publication de ce bilan donne régulièrement aux participants du marché monétaire un aperçu de l'offre d'encaisses de règlement dans le système.

Il n'est pas évident, à observer les variations des dépôts du gouvernement au bilan de la banque centrale, que les tirages et les dépôts constituent le principal outil de la politique monétaire. Les variations des dépôts du gouvernement à la Banque du Canada – ces derniers ont habituellement été maintenus en deçà de 20 millions de dollars ces dernières années – ont été très largement inférieures à celles des transferts de ces dépôts entre la Banque et les adhérents, qui dépassent parfois le milliard de dollars. En fait, c'est l'acquisition de devises à court terme auprès du Fonds des changes du gouvernement fédéral dans le cadre des accords de revente (les «swaps» au compte du Fonds des changes) qui reflète le plus souvent le mécanisme des tirages et des dépôts. Avant que la Banque ne dépose des fonds du

gouvernement chez les adhérents, elle doit habituellement commencer par comptabiliser les dépôts du gouvernement dans ses propres livres. Pour ce faire, elle procède à un swap au compte du Fonds des changes. En cas de tirage, elle peut inverser un tel swap⁴.

Deux exemples hypothétiques avec des chiffres

Pour illustrer le fonctionnement du mécanisme de détermination des encaisses, le Tableau 2 présente deux exemples simples sous forme de comptes en T. On suppose dans les deux cas que la composante de politique monétaire consiste en une augmentation de 100 \$ des encaisses de règlement et qu'on a recours à des opérations normales avec le Fonds des changes.

On suppose dans l'exemple 1 qu'aucune neutralisation n'est nécessaire. Pour simplifier l'exposé, les opérations sont présentées en deux étapes distinctes, même si, en pratique, toutes les variations du bilan seraient enregistrées simultanément. Un dépôt de 100 \$ s'impose. À cette fin, la Banque obtient du Fonds des changes pour 100 \$ d'avoirs en devises, montant dont elle crédite le compte de dépôt du gouvernement dans ses propres livres (première rangée des comptes en T). Ce dépôt est immédiatement transféré aux adhérents (deuxième rangée); la contrepartie, à l'actif de ces derniers, de cette hausse de leur passif consiste en une augmentation de 100 \$ de leurs dépôts à la Banque du Canada.

L'exemple 2 suppose un décaissement net de 300 \$ par le gouvernement. Pour atteindre

son objectif de croissance des encaisses de règlement, la Banque doit tirer 200 \$, ce qui équivaut à une composante de neutralisation de -300 \$, plus une composante de politique monétaire de 100 \$. On suppose que les dépôts à vue du gouvernement auprès des adhérents sont suffisants pour permettre cette diminution (en pratique, il est rare que le solde des dépôts à vue impose des contraintes en matière de tirage). Le compte en T des adhérents indique un tirage de 200 \$ sur les comptes du gouvernement et une augmentation de 300 \$ des dépôts du public (alimentés par les dépenses du gouvernement). Le passif total des adhérents augmente de 100 \$, ce qui correspond à la hausse de leurs dépôts à la Banque du Canada. Le bilan de la banque centrale présente les mêmes variations qu'à la deuxième étape de l'exemple 1, de sorte qu'un swap au compte du Fonds des changes pourrait s'imposer dans ce cas également : le swap garderait constants les dépôts du gouvernement à la banque centrale, compte tenu de l'effet conjugué du décaissement et du tirage. Avec ce swap, les comptes en T seraient identiques à ceux de l'exemple 1⁵.

La gestion des dépôts du gouvernement canadien tenus chez les adhérents

Depuis 1986, le gouvernement canadien est en mesure de déposer des fonds auprès des adhérents pour des périodes fixes d'un ou de

4. Étant donné que ces opérations se déroulent uniquement entre organismes officiels, elles n'ont aucune influence sur le marché monétaire ou le marché des changes. Cette technique a été analysée par Frank Faure dans «Remarques sur les aspects techniques des opérations de swap entre la Banque du Canada et le Fonds des changes», Revue de la Banque du Canada, juillet 1977.

5. Le recours fréquent à cette technique pendant plusieurs semaines a souvent amené la Banque à accumuler d'importants avoirs en devises. Le portefeuille de la Banque est alors considéré comme «sous-investi», en ce sens que la somme des avances et des titres détenus est inférieure aux engagements en dollars canadiens. Pour rééquilibrer son portefeuille, la Banque procède périodiquement à des achats de titres du gouvernement canadien, ce qui permet de dénouer les swaps en cours avec le Fonds des changes. Ces achats à caractère technique sont effectués lors de l'émission des titres pour ne pas créer de confusion avec les opérations d'open market qui visent à influencer sur les taux d'intérêt.

Tableau 2 Opération visant une augmentation de 100 \$ des encaisses de règlement

Exemple 1 : Sans neutralisation

Swap au Fonds des changes

Banque du Canada		Gouvernement du Canada	
Actif	Passif	Actif	Passif
Devises + 100 \$	Dépôts du gouvernement + 100 \$	Fonds des changes - 100 \$ Dépôts à la Banque + 100 \$	

Dépôt

Banque du Canada		Adhérents	
Actif	Passif	Actif	Passif
	Dépôts du gouvernement - 100 \$ Dépôts des adhérents + 100 \$	Dépôts à la Banque + 100 \$	Dépôts du gouvernement + 100 \$

Exemple 2 : Neutralisation d'un décaissement de 300 \$ par le gouvernement

Tirage

Banque du Canada		Adhérents	
Actif	Passif	Actif	Passif
	Dépôts du gouvernement - 100 \$ Dépôts des adhérents + 100 \$	Dépôts à la Banque + 100 \$	Dépôts du gouvernement - 200 \$ Dépôts du public + 300 \$

plusieurs jours, à des taux de rendement plus intéressants que ceux des dépôts à vue. À titre d'agent financier du gouvernement fédéral, la Banque participe à l'attribution des dépôts à vue et des dépôts à terme du Receveur général aux adhérents. Cette activité n'a pas pour but d'influer sur l'offre d'encaisses de règlement, mais d'améliorer le rendement obtenu par le gouvernement sur ses avoirs financiers. Étant donné le faible rendement des dépôts à vue, tout excédent par rapport aux besoins de trésorerie immédiats fait l'objet d'une adjudication pour des échéances qui sont établies en fonction des besoins prévus dans l'avenir.

Les dépôts à vue du Receveur général sont maintenus à un niveau suffisant, en moyenne, pour permettre au gouvernement de faire face aux besoins de liquidités imprévisibles qu'entraînent ses activités et pour garantir les tirages que pourraient dicter les considérations de politique monétaire. Les décaissements nets inattendus entraînent des besoins imprévus de liquidités; inversement, les recettes nettes imprévues donnent lieu à des encaissements inattendus. Les erreurs de prévision des besoins de trésorerie pour le lendemain peuvent se chiffrer à des centaines de millions de dollars, dans un sens ou dans l'autre⁶. Par conséquent, bien que les dépôts à vue auprès des adhérents se soient établis en moyenne à 750 millions de dollars ou plus ces dernières années, le solde disponible a parfois été inférieur au montant du tirage désiré, lorsque les décaissements nets imprévus étaient exceptionnellement élevés. Ainsi les encaisses ont, à l'occasion, été fixées à un niveau plus élevé que la Banque ne l'aurait souhaité. Ce genre de distorsion occasionnelle a

été toléré parce que le maintien de dépôts à vue plus importants entraînerait des pertes de revenu d'intérêts pour le gouvernement. En tout état de cause, la Banque a été à même d'éviter toute baisse indue des taux d'intérêt qui aurait pu se manifester ensuite sous l'effet de ventes pures et simples de bons ou de cessions en pension (ventes de titres assorties d'un accord de rachat).

Les tirages et les dépôts étaient naguère répartis entre les adhérents de l'ACP suivant une formule fondée sur l'ensemble des dépôts en dollars canadiens. En août 1989, cependant, une adjudication bimensuelle a été instaurée pour le placement des dépôts à vue du Receveur général. Depuis lors, la répartition des dépôts à vue du gouvernement se fait d'après les résultats des offres concurrentielles présentées par les participants aux adjudications. Ce changement n'a pas modifié à toutes fins pratiques la conduite de la politique monétaire.

LA GESTION DES ENCAISSES ET LES ADHÉRENTS

Les encaisses de règlement et les réserves primaires des banques à charte

En matière de gestion de trésorerie, les banques concentrent leur attention sur les réserves excédentaires, c'est-à-dire l'excédent de leurs dépôts à la Banque du Canada sur le niveau des réserves primaires obligatoires⁷. La *Loi sur les banques* oblige les banques à charte à garder à la Banque du Canada, au cours de chaque quinzaine, des dépôts moyens qui sont au moins égaux à un montant obligatoire calculé en

6. La prévision en question, dont l'horizon est d'au moins une journée, ne doit pas être confondue avec l'estimation des opérations effectives du gouvernement pour la journée en cours. Cette dernière estimation est généralement très précise, comme le soulignait l'exposé consacré à la détermination des encaisses.

7. Les dispositions régissant les réserves primaires sont résumées dans le glossaire.

fonction du passif-dépôts et des avoirs en numéraire comptabilisés sur une période antérieure de quatre semaines. Étant donné que la variation des dépôts exigés pour un mois civil est déterminée bien avant le début du mois, il n'est pas difficile à la Banque de neutraliser tout effet exercé sur les réserves excédentaires par les variations des réserves obligatoires, qui surviennent une fois par mois.

Tableau 3 Les dépôts des adhérents à la Banque du Canada sont égaux aux :
réserves primaires obligatoires des banques à charte <i>plus</i> les réserves excédentaires des banques à charte <i>plus</i> les encaisses de règlement des adhérents parabancaires.

La demande d'encaisses de règlement qui émane des adhérents – y compris la demande de réserves excédentaires exprimée par les banques à charte – tient à l'incertitude qui entoure les résultats de la compensation journalière. Comme le règlement est effectué avec un certain décalage, l'adhérent doit attendre le lendemain pour connaître l'effet exact des opérations de la journée sur sa position de liquidité pour cette journée. Les écarts entre les transactions prévues et les opérations effectives de la clientèle se traduisent par des fluctuations non désirées des encaisses de règlement.

La stratégie de gestion de la trésorerie que suivent les adhérents est fortement influencée par les opérations que leurs clients effectuent sur de gros montants. Il s'agit habituellement des achats ou des ventes sur les marchés des valeurs, des activités des grandes entreprises ou d'organismes publics importants sur les marchés intérieurs ou étrangers, des recettes fiscales et

des décaissements du gouvernement et des opérations de la Banque du Canada. Malgré tous les efforts déployés par les adhérents pour surveiller les paiements de gros montants, la compensation apporte tous les jours son lot de surprises, dues à un suivi imparfait, à des dépôts ou à des retraits effectués tard dans la journée et à des problèmes techniques liés à la compensation ainsi qu'aux tirages ou aux dépôts de la Banque du Canada.

Sur ce dernier point, les adhérents ne connaissent avec certitude ni la composante de neutralisation ni la composante de politique monétaire du mécanisme de détermination des encaisses. Bien qu'un adhérent particulier puisse avoir une idée assez précise, en fin de journée, de la valeur de ses opérations de la journée avec le gouvernement et la banque centrale, il doit, pour évaluer le montant global des opérations officielles avec l'ensemble du système, s'en remettre à des renseignements beaucoup plus incomplets, ce qui l'empêche de déterminer avec précision la composante de neutralisation des tirages ou des dépôts. Les opérations neutralisées sont donc une source d'incertitude pour les adhérents, en ce qui concerne la détermination de leur encaisse quotidienne, même si elles n'influent pas sur le volume des liquidités de l'ensemble du système. En ce qui concerne la composante de politique monétaire, les institutions participant à la compensation doivent s'en remettre à leur perception de l'orientation de la politique monétaire pour prévoir la variation des encaisses de règlement qui est visée par la Banque du Canada.

Pour éviter d'effectuer des emprunts excessifs auprès de la banque centrale, chaque adhérent doit conserver une réserve de trésorerie suffisante pour faire face à la plupart des pertes imprévues encourues lors de la compensation. Cela dit, les banques à charte disposent d'une assez grande marge de manœuvre dans la gestion

de leur trésorerie, car le fait que les réserves obligatoires sont calculées d'après une moyenne leur fournit plusieurs possibilités d'ajustement, en particulier au début des périodes bimensuelles de calcul de la moyenne. Une banque se conforme aux exigences de la Loi si, à la fin de chaque quinzaine, le total cumulatif de ses positions quotidiennes de réserve obligatoire (excédents moins déficits journaliers) est positif. Cette formule permet des variations appréciables de la position de réserve visée par les banques au cours d'une journée donnée. Ces dernières peuvent par exemple accepter des déficits tant qu'il reste assez de jours dans la période de calcul de la moyenne pour qu'elles enregistrent des excédents compensatoires. D'autre part, elles peuvent délibérément accumuler un excédent si elles craignent une insuffisance des réserves vers la fin de la période. Les banques ont habituellement constitué d'importants excédents cumulatifs à la fin d'octobre, soit leur date de fin d'exercice, pour éviter qu'une avance de la banque centrale apparaisse dans leur rapport annuel.

La demande d'encaisses de règlement est influencée dans une certaine mesure par les taux d'intérêt. Cela est dû au fait que, premièrement, l'incertitude des résultats de la compensation engendre de la part des institutions le désir de détenir, par précaution, des réserves supérieures au minimum obligatoire, et que, deuxièmement, la formule de moyenne régissant le calcul des réserves donne aux banques une certaine marge de manœuvre pour réagir aux variations prévues des taux à un jour. Par exemple, une baisse de ces taux réduit le coût d'opportunité que comporte le maintien de dépôts à la Banque du Canada, incitant par le fait même les adhérents à garder des dépôts un peu plus importants pour se prémunir contre les pertes de compensation éventuelles. La hausse de la demande d'encaisses par les banques sera plus importante

si ces dernières estiment que la baisse de taux ne durera pas pendant toute la période de réserve, car l'accroissement immédiat de leurs réserves excédentaires leur permettra ensuite de prêter davantage, aux taux plus élevés anticipés pour l'avenir. De plus, la formule de moyenne fait en sorte que les banques ne sont pas obligées d'ajuster immédiatement leur position de trésorerie en réaction aux variations imprévues de leurs réserves. Tous ces éléments concourent à modérer la réaction des taux d'intérêt aux modifications de l'offre d'encaisses décidées aux fins de la politique monétaire⁸.

Les avances de la Banque du Canada

La Banque consent des avances aux adhérents afin de combler deux genres de manques temporaires⁹ :

(i) une insuffisance des encaisses de règlement d'un adhérent à la fin d'un cycle de compensation journalière (les banques ont eu besoin de ces découverts moins souvent que les autres adhérents, les réserves obligatoires et la

8. *Les changements structurels mentionnés dans le renvoi 1 réduiront l'élasticité de la demande d'encaisses à la banque centrale : un système de transfert des gros effets diminuera considérablement la demande par souci de précaution d'encaisses de règlement, tandis que l'élimination des réserves obligatoires fera disparaître la demande spéculative éventuelle, puisque les pertes d'intérêts occasionnées par le maintien d'une encaisse au cours d'une journée déterminée ne pourront plus être récupérées par la suite. En outre, lorsque les réserves obligatoires seront éliminées, la formule de calcul de la moyenne réduira les disponibilités dont les banques ont besoin pour résister aux variations de l'offre de réserves. Les autres modalités de conduite de la politique monétaire, qui sont décrites dans les deux documents de travail cités, tiennent compte de ces effets.*

9. *La Banque du Canada accorde également parfois des avances pour une période prolongée aux institutions qui éprouvent de graves problèmes de liquidité. Le bilan de la Banque fait encore état d'un montant au titre des avances qu'elle avait consenties à deux petites banques qui ont fait faillite en 1985. Cette forme d'aide n'a aucun effet particulier sur les questions de politique à court terme qui sont analysées ici.*

formule de moyenne offrant une certaine protection contre les pertes de compensation imprévues d'une journée);

(ii) une insuffisance cumulative des réserves d'un adhérent bancaire à la fin d'une période de réserve.

La Banque du Canada applique le taux d'escompte aux emprunts qu'elle accorde dans le cadre d'une ligne de crédit prédéterminée pour chaque institution, à concurrence d'un seul emprunt par période de réserve pour les banques et de deux emprunts par mois pour les institutions parabancaires. Les avances consenties au delà des limites prévues sont rémunérées à un taux fixé, au gré de la Banque du Canada, au-dessus du taux d'escompte. À mesure qu'une institution demande de nouvelles avances de ce genre au cours d'une période, le taux débiteur qui lui est réclamé augmente; il arrive à l'occasion qu'il soit plus que le double du taux d'escompte.

Même dans ces conditions, l'effet dissuasif exercé sur les adhérents par les intérêts à payer sur les avances est plutôt limité, le coût net d'un découvert n'étant que la différence entre le taux payé et le rendement obtenu par l'adhérent sur les crédits financés au moyen du découvert. Par contre, le coût des encaisses de règlement, qui ne portent pas intérêt, correspond à la totalité du manque à gagner. Il est donc généralement plus avantageux financièrement pour les adhérents de risquer à la limite d'avoir besoin d'une avance supplémentaire que d'accroître leurs encaisses moyennes de règlement d'un montant équivalent. Malgré cela, les emprunts effectués auprès de la banque centrale sont assez limités dans l'ensemble, car un adhérent qui y recourrait largement risquerait de donner à penser qu'il éprouve des problèmes de liquidité, en particulier si l'on considère que les «Règles

générales concernant les avances de la Banque du Canada aux institutions financières» stipulent ce qui suit :

«Tout en étant bien consciente des responsabilités qui lui incombent en sa qualité de prêteur en dernier ressort, la Banque du Canada espère que les institutions concernées ne ménageront aucun effort pour corriger les déficiences de leur trésorerie à l'aide de fonds obtenus sur le marché monétaire et que les recours à la ligne de crédit seront peu fréquents.»

LA GESTION DES ENCAISSES ET LE MARCHÉ MONÉTAIRE

Les opérations de gestion des encaisses effectuées par la Banque se répercutent sur les taux d'intérêt par l'entremise de divers canaux du marché. Comme l'annonce du volume des tirages et des dépôts, à 8 h 30, n'indique pas clairement la variation implicite des liquidités du système, elle n'a donc pas un «effet d'annonce» systématique sur les taux. Ces opérations influent plutôt sur les taux d'intérêt au moyen des transactions effectuées sur le marché par les adhérents lorsqu'ils réévaluent leur position de trésorerie, puis entreprennent de l'ajuster. Cette influence se fait généralement sentir en premier lieu sur le marché des fonds à un jour. Bien qu'un nombre relativement restreint d'institutions recourent aux prêts à un jour (les prêts à vue et les dépôts interbancaires par exemple), les variations des taux à un jour, si elles se maintiennent un tant soit peu, se répercutent sur toute la structure des taux d'intérêt. Par exemple, les taux de rendement des bons du Trésor sont fortement influencés par

le coût des emprunts à un jour, car les négociants en valeurs et les banques financent en grande partie leurs stocks de titres actifs à l'aide de fonds à un jour. Ensuite, les arbitrages effectués sur le marché assurent un lien étroit entre le taux de rendement des bons et les autres taux à court terme, notamment le taux des dépôts à terme auprès des intermédiaires financiers. Par conséquent, les taux administrés, tels que le taux de base des prêts bancaires, qui sont déterminés dans une large mesure par le coût des dépôts à terme, réagissent eux aussi à la longue aux variations importantes des taux à un jour.

En raison de leur grande taille et de la latitude considérable dont elles disposent souvent pour modifier leur position de trésorerie, les banques à charte jouent un rôle particulièrement important sur le marché monétaire. Leurs stratégies de gestion au jour le jour des encaisses sont influencées par un certain nombre de facteurs : leur position de réserve journalière (ou «ponctuelle») à la fin de la journée précédente, le total cumulatif de leurs excédents ou déficits journaliers depuis le début de la période de réserve et les attentes en ce qui concerne les niveaux auxquels la Banque fixera les encaisses pour le reste de la période. Il peut arriver aussi qu'au début d'une période de réserve les banques, dans l'attente d'une variation des taux d'intérêt, accumulent des réserves en prévision d'une hausse des taux débiteurs, ou encore prêtent abondamment afin d'enregistrer des déficits ponctuels, dans l'attente d'une baisse des taux. Il arrive assez couramment que la demande globale de réserves excédentaires soit amplifiée par une répartition inégale des encaisses entre les banques. Cette situation est généralement provoquée par des fluctuations inhabituelles des soldes de compensation survenues un vendredi ou la veille d'un jour férié, lorsque les dépôts à la Banque du Canada sont affectés d'un coefficient de pondération supérieur à l'unité dans le calcul de

la moyenne¹⁰. Une banque à charte qui bénéficie d'entrées de fonds plus importantes qu'elle ne l'espérait pourrait se trouver avec un important excédent cumulatif. Si, dans le but d'éliminer cet excédent pendant le reste de la période de réserve, elle enregistrait des déficits ponctuels considérables, cela pourrait l'exposer sérieusement au risque d'épuiser ses encaisses de règlement et d'avoir à solliciter des avances de la banque centrale.

Il arrive que l'ampleur et l'instabilité accrues des flux de paiement, conjuguées aux attentes d'une hausse des taux d'intérêt et à une répartition inégale des encaisses entre les adhérents, entraînent une augmentation de la demande de réserves excédentaires et, par voie de conséquence, une diminution des prêts à un jour. Dans ces conditions, le marché monétaire peut être extrêmement tendu, même si les encaisses excédentaires sont fixées bien au-dessus des niveaux normaux. En revanche, lorsque le marché monétaire est calme ou qu'on s'attend à une baisse des taux d'intérêt, il se peut que la demande de réserves diminue et que les conditions monétaires s'assouplissent malgré l'établissement des encaisses à un niveau peu élevé.

Compte tenu de cet éventail de situations possibles, le personnel de la Banque du Canada communique chaque jour avec les gestionnaires de trésorerie des banques afin de se faire une idée du niveau global de réserves visé. Le niveau auquel les encaisses seront effectivement fixées sera plus ou moins compatible avec l'objectif des banques, selon que les autorités monétaires viseront une diminution ou une augmentation des taux d'intérêt à court terme. Les opérations de gestion des encaisses permettent généralement

10. Le mécanisme de pondération quotidienne des réserves est résumé dans le glossaire. Des précisions sont fournies dans «L'adoption de moyennes pondérées pour le calcul des réserves des banques», Revue de la Banque du Canada, septembre 1983.

d'établir les taux aux niveaux désirés, comme en témoigne le fait que, au cours des dernières années, les interventions sur le marché sous forme de ventes à réméré ou d'achats et de ventes purs et simples n'ont en moyenne été utilisées qu'un jour sur trois.

LA DIMINUTION DES DÉPÔTS OBLIGATOIRES À LA BANQUE DU CANADA

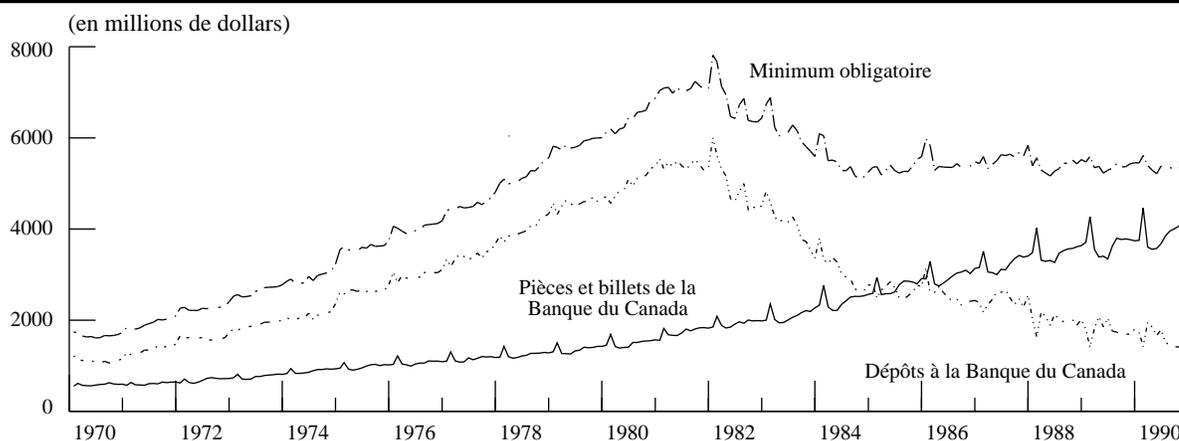
Les dix dernières années ont été marquées par une diminution constante des dépôts des banques à charte à la Banque du Canada, parallèlement à une réduction des réserves obligatoires (Figure 1). Même si ce phénomène n'a pas ému l'efficacité des instruments de politique monétaire employés par la Banque, il n'a pas été sans conséquences, à l'occasion, sur la détermination des encaisses et l'interprétation des chiffres publiés sur les réserves excédentaires des banques à charte.

Les réserves primaires obligatoires ont diminué après 1980 pour trois raisons :

- (i) une forte augmentation des dépôts non soumis aux obligations de réserve et détenus dans les filiales de prêt hypothécaire et sous forme de régimes enregistrés d'épargne-retraite;
- (ii) une faible croissance des dépôts à vue. Or, le coefficient de réserves primaires à l'égard de ces dépôts est plus élevé que celui des autres types de dépôts. La lenteur relative de leur progression par rapport aux autres dépôts est due à des taux d'intérêt moins avantageux;
- (iii) des réductions modérées des coefficients de réserves obligatoires dans la *Loi sur les banques* de 1980.

Le coefficient de réserves obligatoires appliqué à l'actif total en dollars canadiens des banques à charte est ainsi passé de 4 % en 1980 à environ 1 1/2 % en 1990. Simultanément, le numéraire détenu par les banques à charte a enregistré une vive progression (Figure 1), en raison, entre autres choses, de la nécessité de

Figure 1 Réserves-encaisse des banques à charte



mettre des billets de banque à la disposition du public dans les réseaux de guichets automatiques. Étant donné que le numéraire détenu entre dans le calcul des réserves primaires, cette augmentation des billets a eu pour corollaire une baisse des dépôts obligatoires à la banque centrale.

Après les sommets saisonniers atteints par leurs avoirs en numéraire au cours de certains mois, plusieurs banques ont vu ces dernières années leurs dépôts obligatoires à la banque centrale tomber à des niveaux à peine supérieurs à la fourchette normale des pertes aléatoires susceptibles d'être enregistrées à la compensation quotidienne¹¹. Lorsque les dépôts obligatoires atteignent de tels planchers, les banques sont très exposées au risque d'avoir à solliciter une avance quotidienne auprès de la banque centrale. De plus, la possibilité de compenser les réserves excédentaires enregistrées certains jours par des déficits survenus à d'autres occasions, au cours d'une période de réserve, se trouve considérablement réduite. Les encaisses de règlement ne peuvent pas être négatives, car une avance de la Banque du Canada interviendrait pour les maintenir au moins à zéro. Par conséquent, le montant le plus élevé que puisse atteindre un déficit ponctuel dans le calcul de la position cumulative d'une banque à charte est égal au solde qu'elle est tenue de garder à la Banque du Canada. Il en résulte que, si les dépôts obligatoires sont très faibles par rapport aux fluctuations aléatoires normales de la compensation, la marge dont disposent les banques pour réduire des excédents cumulatifs se trouve réduite.

Il n'y a donc pas lieu de s'étonner que les avances de la banque centrale aux banques à charte tendent à se faire plus fréquentes, et les réserves cumulatives excédentaires plus élevées, lorsque les dépôts obligatoires diminuent. Cette évolution s'est manifestée clairement en février 1989, puis en février 1990, après de fortes augmentations des avoirs en numéraire, à l'occasion des fêtes de fin d'année. Les marchés des fonds à un jour s'étaient fortement resserrés, en dépit des augmentations appréciables des réserves excédentaires pendant ces mois.

En ce qui concerne l'interprétation des chiffres publiés sur les réserves primaires des banques à charte, il faut comprendre qu'une variation de l'excédent cumulatif d'un mois à l'autre n'est pas forcément en soi le signe d'une réorientation de la politique monétaire. Si l'on veut évaluer convenablement l'orientation suivie par la Banque dans la détermination des encaisses, il faut tenir compte des facteurs qui influent sur la demande de réserves excédentaires par les banques à charte, notamment du niveau de leurs dépôts obligatoires à la banque centrale. De façon plus générale, l'incidence d'un niveau donné des encaisses sur les conditions monétaires dépend des encaisses de règlement visées par l'ensemble des institutions participant à la compensation. Comme ce niveau cible n'est absolument pas constant sur longue période, un volume donné d'encaisses de règlement – ou de réserves excédentaires dans le cas des banques à charte – peut correspondre à des degrés assez différents de restriction monétaire, selon l'évolution de la situation.

11. En raison du décalage inhérent au mode de calcul des réserves obligatoires, une variation des avoirs en numéraire influe sur les dépôts à maintenir à la Banque du Canada avec un retard d'environ un mois. Par exemple, d'importants avoirs en numéraire à la fin de décembre et au début de janvier réduisent les dépôts exigés en février.

GLOSSAIRE

- Adhérents de l'ACP, adhérents :** Institutions qui participent directement au mécanisme de compensation de l'ACP. Pour avoir le statut d'adhérent, une institution membre de l'Association doit engendrer au moins 1/2 % du volume total des compensations. La Banque du Canada est un adhérent, bien que, au sens courant du terme, elle soit en général implicitement exclue. On compte actuellement huit adhérents bancaires et cinq adhérents parabancaires. Ces institutions ont un compte de règlement à la Banque du Canada leur donnant droit aux avances de cette dernière. Les institutions qui reçoivent des dépôts transférables par chèques et qui ne sont pas des adhérents – c'est-à-dire les sous-adhérents – doivent passer par un adhérent.
- Adhérents non bancaires :** Institutions autres que des banques à charte participant à la compensation. Il s'agit principalement des sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire, des credit unions et des caisses populaires.
- Adjudication des dépôts à terme du Receveur général :** Attribution par voie d'enchères aux adhérents des dépôts du gouvernement fédéral pour des termes fixes d'un ou de plusieurs jours (*Rapport annuel du gouverneur*, 1986 – chapitre «Les opérations de la Banque du Canada»).
- Adjudication des dépôts à vue du Receveur général :** Attribution bimensuelle par voie d'enchères aux adhérents des dépôts à vue du gouvernement fédéral (*Rapport annuel du gouverneur*, 1989 – chapitre «Les opérations de la Banque du Canada»).
- Association canadienne des paiements (ACP) :** Organisme qui supervise la compensation et le règlement des chèques, des autres effets de paiement sur support papier et des transferts électroniques entre les institutions membres. Ces dernières comprennent la Banque du Canada, les autres adhérents et les sous-adhérents, qui sont représentés à la compensation par des adhérents.
- Avance de la Banque du Canada :** Prêt accordé par la banque centrale. Il s'agit soit d'un découvert permettant de compenser l'insuffisance des encaisses de règlement, soit d'un emprunt effectué en fin de période de réserve par une banque à charte lorsqu'elle ne satisfait pas aux exigences de réserves minimales.
- Calcul de moyennes pondérées :** Pondération des dépôts quotidiens à la Banque du Canada pour le calcul des réserves obligatoires. Les coefficients de pondération correspondent au nombre de jours pendant lesquels une banque pourrait obtenir des intérêts en réduisant ses réserves d'un jour ouvrable; ce nombre est de 1 sauf quand il s'agit d'un vendredi ou d'un jour précédant un jour férié. Par exemple, le coefficient de pondération appliqué un vendredi qui précède une fin de semaine normale de deux jours, est de 3, tandis qu'il est de 4 s'il s'agit d'un jeudi précédant un vendredi férié (*Revue*, septembre 1983 et août 1986).
- Cession en pension :** Vente de titres avec accord de rachat par la Banque du Canada et à son initiative. Opérations qui ont, à ce jour, été effectuées avec les banques à charte. (Angl. SRA, *reverse repo*.)
- Cycle de compensation :** Compensation et règlement des opérations d'une journée ouvrable.
- Dépôts de règlement, encaisses, encaisses de règlement :** Dépôts des adhérents de l'ACP auprès de la Banque du Canada.
- Dépôts obligatoires à la Banque du Canada :** Réserves primaires obligatoires, moins avoirs en numéraire. Ces derniers sont mesurés d'après les mêmes conventions que les dépôts soumis aux réserves.
- Gestion des encaisses, détermination des encaisses :** Du point de vue de la Banque du Canada, régulation de l'offre d'encaisses de règlement au moyen de tirages et de dépôts de fonds du gouvernement fédéral auprès des adhérents.
- Institutions participant à la compensation :** Institutions financières offrant des comptes de dépôt transférables par chèques et d'autres

moyens de paiement au grand public. Plus précisément, les institutions membres de l'ACP et, dans certains contextes, les adhérents uniquement.

Neutralisation : Mesure de politique monétaire qui ne fait que compenser l'effet d'une série d'opérations sur l'ensemble des encaisses de règlement. En particulier, composante du mécanisme des tirages et des dépôts qui compense l'effet estimatif net qu'exercent les opérations antérieures de la journée sur les encaisses.

Opération d'open market : Intervention discrétionnaire de la Banque du Canada sur le marché des valeurs canadien. Depuis 1985, ces opérations ont consisté pour la plupart en ventes à réméré, mais les ventes ou achats purs et simples de bons du Trésor restent relativement courants. Les titres en jeu sont presque toujours des bons du Trésor ou des obligations à court terme du gouvernement fédéral (*Revue*, juillet 1989).

Opérations de vente à réméré : Prises en pension, prises en pension spéciales et cessions en pension (*Revue*, juillet 1989).

Période de calcul des moyennes, période de réserve : Période bimensuelle durant laquelle la moyenne pondérée des réserves-encaisse d'une banque à charte ne doit pas être inférieure à un minimum obligatoire. Il s'agit des 15 premiers jours ou de la période restante d'un mois civil.

Perte et gain de compensation, fluctuation de compensation : Virement net de dépôts à la Banque du Canada au crédit ou au débit d'un adhérent, à la clôture d'un cycle de compensation. Souvent, cette expression désigne uniquement la partie imprévue du virement.

Portefeuille sous-investi de la Banque du Canada : Portefeuille dont le stock de titres du gouvernement et d'avances est inférieur aux engagements en dollars canadiens. Cette situation résulte de faibles dépôts du gouvernement au passif et des swaps avec le Fonds des changes non dénoués à l'actif. Par opposition, un portefeuille

surinvesti en est un où l'on observe d'importants dépôts du gouvernement et aucun swap.

Position cumulative : Somme des différences entre les montants des réserves excédentaires quotidiennes et les déficits par rapport aux réserves obligatoires minimales d'une banque à charte.

Position déficitaire d'un adhérent non bancaire : Position qui rend nécessaire une avance de la Banque du Canada.

Position déficitaire d'une banque à charte : Position d'une banque à charte dont les réserves sont inférieures au minimum obligatoire, sur base ponctuelle ou cumulative, ou qui a besoin d'une avance de la Banque du Canada.

Position ponctuelle : Position de réserve d'une banque, pour une journée donnée, par rapport à ses obligations de réserve.

Prise en pension : Achat de titres par la Banque du Canada moyennant une revente future, à l'initiative d'un négociant en valeurs agréé.

Prise en pension spéciale : Achat de titres, avec accord de revente, par la Banque du Canada et à son initiative. Ces opérations ont, à ce jour, été effectuées avec les négociants en valeurs et les banques à charte. (Angl. SPRA; le terme *repo* est aussi employé en anglais.)

Règlement rétroactif : Règlement entre adhérents antidaté d'un jour ouvrable dans les livres de la banque centrale. Convention utilisée par celle-ci pour les règlements dans le cadre de l'ACP (*Revue*, août 1986).

Réserves excédentaires, encaisses excédentaires : Dépôts d'une banque à charte à la banque centrale qui dépassent le minimum obligatoire.

Réserves primaires, réserves : Numéraire et dépôts des banques à la banque centrale.

Réserves primaires obligatoires : Montant minimal de numéraire et de dépôts à la Banque du Canada que la loi oblige les banques à charte à maintenir. Ces dépôts sont établis en pourcentage des dépôts sujets aux réserves dans les banques à charte. Ces derniers sont définis comme la moyenne des dépôts des quatre mercredis consécutifs dont le dernier est le deuxième mercredi du mois précédent. Depuis 1984, les coefficients de réserves obligatoires sont équivalents à 10 % des dépôts à vue, à 2 % des dépôts à préavis inférieurs à 500 millions de dollars, à 3 % des dépôts à préavis de plus de 500 millions de dollars et à 3 % des dépôts en monnaie étrangère des résidents canadiens (*Revue de la Banque du Canada, Notes relatives aux tableaux, C10*).

Swap au compte du Fonds des changes : Achat temporaire, assorti d'un engagement de revente, d'avoirs en devises du Fonds des changes (du gouvernement fédéral) par la Banque du Canada (*Revue, juillet 1977*).

Système de paiement de gros effets : Système automatisé de compensation et de règlement le même jour des effets de paiement dont le montant dépasse un certain seuil (p. ex. 50 000 \$). Les encaisses de règlement à la banque centrale seraient inscrites «en temps réel», c'est-à-dire en continu, les comptes étant mis à jour dès que les paiements sont effectués.

Tirage et dépôt : Transfert de fonds du gouvernement fédéral des adhérents à la banque centrale (tirage) ou de la banque centrale aux adhérents (dépôt).

ARTICLES CONSULTÉS POUR LA PRÉPARATION DU GLOSSAIRE

«La gestion des réserves-encaisse», *Revue de la Banque du Canada*, juin 1975.

Clinton, Kevin et Kevin Fettig, «Les opérations de vente à réméré dans la conduite de la politique monétaire», article reproduit dans le présent volume.

Dingle, James F., «Note technique : Le mode de règlement rétroactif des opérations journalières de compensation des chèques et des autres effets de paiement», *Revue de la Banque du Canada*, août 1986.

Document de travail, *La conduite de la politique monétaire dans un système sans réserves obligatoires*, Banque du Canada, septembre 1987.

Deuxième document de travail sur la conduite de la politique monétaire dans un système libre de réserves obligatoires, Banque du Canada, février 1989.

Faure, Frank, «Remarques sur les aspects techniques des opérations de swap entre la Banque du Canada et le Fonds des changes», *Revue de la Banque du Canada*, juillet 1977.

«L'adoption de moyennes pondérées pour le calcul des réserves des banques», *Revue de la Banque du Canada*, septembre 1983.

Les opérations de vente à réméré dans la conduite de la politique monétaire

Kevin Clinton et Kevin Fetting

Depuis le milieu de 1985, la Banque du Canada a fréquemment pris l'initiative d'effectuer avec des participants désignés du marché monétaire certaines opérations, automatiquement inversées le lendemain, dans le but d'harmoniser les taux d'intérêt à très court terme avec les objectifs fondamentaux de la politique monétaire. La prise en pension spéciale est la plus connue de ces opérations. Elle consiste dans l'achat par la Banque de titres à court terme et le rachat de ces derniers par le cédant le jour ouvrable suivant. Les prises en pension spéciales sont conclues en vue d'atténuer les pressions à la hausse passagères et inopportunes qui peuvent s'exercer sur les taux d'intérêt du marché monétaire. Leur caractère spécial vient du fait que leur utilisation est à la discrétion de la Banque du Canada, alors que les prises en pension ordinaires sont conclues à l'initiative des courtiers en valeurs mobilières admissibles (les agents agréés du marché monétaire) jusqu'à concurrence d'une limite établie. Au cours des deux dernières années, la Banque a aussi effectué à l'occasion

les opérations inverses, soit des cessions en pension, afin de contrebalancer les pressions à la baisse jugées non souhaitables sur les taux.

Ces techniques d'intervention¹ sur le marché sont accessoires par rapport à l'instrument principal de la politique monétaire, à savoir l'ajustement quotidien des réserves-encaisse des banques à charte et des autres adhérents de l'Association canadienne des paiements (ACP)². Le niveau des réserves est arrêté chaque soir par virement de dépôts du gouvernement fédéral dans les comptes des adhérents ou par retrait de fonds de ces comptes, ce qui se traduit par une injection ou un retrait de liquidités. Le plus souvent, le recours à cette technique de dépôt et de tirage, qui est particulière au Canada, contribue, sans autre forme d'intervention, à la réalisation des conditions monétaires recherchées par la Banque pour le lendemain. Il arrive toutefois que les taux du crédit à court

Texte publié initialement dans la livraison de juillet 1989 de la Revue de la Banque du Canada

1. Les opérations équivalentes aux États-Unis, effectuées par la Réserve fédérale, s'appellent «repos» et «reverse repos».

2. Dans une allocution intitulée «La Banque du Canada et le marché monétaire» publiée dans la livraison de mai 1989 de la Revue de la Banque du Canada, le gouverneur brosse un tableau général des opérations de la Banque.

terme n'évoluent pas dans le sens escompté par la Banque. En pareil cas, celle-ci peut influencer les conditions financières sur le marché en recourant aux prises en pension spéciales et aux cessions en pension, qui agissent directement sur le financement du portefeuille-titres des courtiers en valeurs mobilières³.

Les courtiers financent leurs stocks à l'aide surtout de prêts au jour le jour, c'est-à-dire d'un jour à l'autre, y compris les fins de semaine ou les jours fériés. Il existe deux sources importantes de fonds : les prêts à vue spéciaux octroyés par les banques à charte et les prêts consentis par d'autres bailleurs de fonds, les «prêteurs non bancaires», dont un bon nombre de grandes entreprises financières et non financières, de même que des organismes publics⁴. Dans le cadre de ses activités de surveillance du marché monétaire, la Banque du Canada accorde une attention spéciale aux taux du crédit au jour le jour. Les opérations de pension sont généralement motivées par une évolution des taux de financement au jour le jour qui ne semble pas cadrer avec les conditions monétaires souhaitées par la Banque.

Une autre forme d'intervention de la banque centrale consiste à effectuer des opérations traditionnelles d'open market, c'est-à-dire des achats ou des ventes purs et simples de bons du Trésor. De fait, jusqu'en 1985, les opérations d'open market représentaient la seule forme d'intervention de la Banque sur le marché.

Comme celle-ci a ces dernières années concentré autant que possible son influence sur les taux au jour le jour, les prises en pension spéciales et les cessions en pension sont devenues les instruments d'intervention les plus largement utilisés. Toutefois, le taux officiel d'escompte étant fixé en fonction du rendement des bons du Trésor à trois mois établi à l'adjudication hebdomadaire, la Banque a toujours recours aux achats et aux ventes de bons du Trésor pour influencer de façon plus directe, lorsqu'elle le juge nécessaire, l'évolution de ce marché.

L'ÉVOLUTION DES PRISES EN PENSION SPÉCIALES ET DES CÉSSIONS EN PENSION

La prise en pension spéciale dérive de l'opération ordinaire de pension, qui avait été lancée en 1953 afin de favoriser l'épanouissement du marché monétaire en assurant aux agents agréés l'aide à court terme de la Banque du Canada⁵. Les agents qui éprouvent des difficultés temporaires à trouver auprès de prêteurs privés des fonds suffisants à un coût raisonnable pour financer leurs stocks de titres à court terme du gouvernement canadien peuvent avoir recours à la prise en pension pour vendre ces titres, avec clause de rachat, à la Banque du

3. Les stocks de titres du marché monétaire des courtiers en valeurs mobilières se composent de bons du Trésor, d'obligations à court terme, de papier commercial et d'acceptations bancaires.

4. Les principales caractéristiques du marché du crédit au jour le jour sont esquissées dans les articles suivants : «Le financement au jour le jour au Canada : les prêts à vue spéciaux» et «Le marché canadien des dépôts interbancaires», publiés respectivement dans les livraisons de mai 1983 et de février 1986 de la Revue de la Banque du Canada.

5. Pour une description des origines de ce marché, voir l'article «L'évolution de la Banque du Canada en 1953-1954, une nouvelle étape de l'histoire de la banque centrale» paru dans la livraison de janvier 1976 de la Revue de la Banque du Canada.

Canada jusqu'à une limite préétablie⁶. Les agents agréés du marché monétaire doivent racheter les titres dans les quinze jours qui suivent la date de la vente, mais en pratique le rachat a normalement lieu le lendemain de l'opération. Afin de décourager le recours fréquent aux prises en pension, la Banque les a toujours consenties à un coût supérieur au taux des bons du Trésor à trois mois déterminé à la dernière adjudication hebdomadaire. Depuis 1980, le coût des prises en pension a été égal au taux d'escompte, qui est lui-même fixé à un quart de un pour cent au-dessus du rendement moyen des bons du Trésor à trois mois.

Au milieu des années 80, le marché de l'argent au jour le jour a connu des périodes passagères de tension aiguë tenant à des facteurs d'ordre technique. Le resserrement des conditions avait surtout tendance à se produire les vendredis, soit les jours où les banques à charte avaient tendance à surveiller de plus près leur trésorerie parce que leurs dépôts à la Banque du Canada recevaient une pondération triple dans le calcul des réserves obligatoires⁷. La situation empirait parfois lorsque le vendredi était le dernier jour de la période de calcul des réserves, car les banques tenaient à afficher un excédent important pour éviter, en cas de manque, d'avoir à prendre une avance obligatoire de la Banque du

Canada à un taux égal ou supérieur au taux d'escompte.

Dans de telles circonstances, les banques avaient tendance à exiger des courtiers le remboursement des prêts à vue spéciaux qu'elles leur avaient consentis et à se livrer à une surenchère pour obtenir d'autres fonds accessibles le jour même, comme les dépôts interbancaires. Les agents agréés pouvaient, par conséquent, avoir à faire face à des options de financement onéreuses : ils pouvaient certes, dans une certaine mesure, conclure des prises en pension avec la Banque du Canada, mais si leurs besoins étaient le moins importants, ils étaient forcés de se rabattre sur des sources de financement beaucoup plus chères, y compris les prêteurs non bancaires auxquels ils s'adressent moins souvent⁸. Si, vers la fin de la journée, les agents du marché monétaire n'avaient toujours pas satisfait tous leurs besoins de financement, ils devaient en définitive envisager de tirer sur leurs lignes de crédit auprès des banques, ce qui comporte souvent un coût égal ou supérieur au taux préférentiel. Ainsi un resserrement du marché monétaire dû à des facteurs d'ordre technique pouvait-il pousser les courtiers à rivaliser d'efforts pour obtenir des fonds, ce qui risquait de provoquer des pressions aiguës à la

6. Étant donné que les prises en pension traditionnelles sont conclues à l'initiative des agents agréés, elles ne constituent pas un instrument de la politique monétaire dans le sens courant du terme. De fait, le recours aux prises en pension lorsque la demande de crédit s'accroît rapidement pourrait se traduire par une injection inopportune de liquidités dans le système financier. Dans de telles circonstances, la Banque du Canada neutraliserait un tel apport de monnaie en fin de journée au moyen d'un tirage effectué sur les comptes que le gouvernement tient chez les adhérents, comme on l'explique plus loin dans la partie réservée aux opérations discrétionnaires de la Banque.

7. Des situations analogues peuvent survenir avant les jours fériés, au cours desquels le poids donné aux dépôts à la Banque du Canada aux fins de calcul des réserves officielles est supérieur à l'unité. La méthode de calcul des réserves est expliquée dans les articles suivants : «L'adoption de moyennes pondérées pour le calcul des réserves des banques» et «Note technique : Le mode de règlement rétroactif des opérations journalières de compensation des chèques et des autres effets de paiement», publiés respectivement dans les livraisons de septembre 1983 et d'août 1986 de la Revue de la Banque du Canada.

8. Les montants des pensions avaient à l'origine la même ampleur que la valeur des stocks de titres des agents du marché monétaire, mais ils ont été inférieurs à 600 millions de dollars ces dernières années, tandis que le stock des agents dépasse souvent les 6 milliards de dollars.

hausse sur les taux du financement au jour le jour.

C'est dans le but d'atténuer ces tensions passagères que les prises en pension spéciales ont été lancées en 1985. En vertu de ce mécanisme, la Banque offre d'acheter des bons du Trésor et d'autres titres à court terme du gouvernement canadien et de les revendre au cédant le jour ouvrable suivant; c'est la Banque qui fixe le taux de cette offre. Celle-ci est presque toujours faite exclusivement aux agents agréés du marché monétaire, mais la Banque du Canada a en de rares occasions proposé cette formule aux banques à charte. Cela reflète le rôle d'utilisateurs de fonds à court terme que jouent les agents agréés du marché monétaire, contrairement à d'autres institutions financières, qui ont traditionnellement joué le rôle de fournisseurs du crédit à court terme. La Banque du Canada peut contingerer le montant de la pension ou le laisser au choix de l'autre partie. La Banque peut également intervenir plus d'une fois au cours d'un jour de négociation si une première intervention s'avère inadéquate.

De même, les cessions en pension ont été introduites en 1986 pour donner à la Banque un outil souple qui lui permette d'atténuer les pressions à la baisse non souhaitées qui s'exerçaient sur les taux du crédit au jour le jour. Les cessions en pension assurent à la Banque la même liberté d'action que les prises en pension spéciales, mais les opérations se font en sens contraire : dans ce cas-ci, c'est la Banque du Canada qui vend des titres à court terme du gouvernement canadien, en s'engageant à les racheter le jour ouvrable suivant. Étant donné qu'une offre excédentaire de fonds au jour le jour signifie habituellement que certaines banques doivent chercher activement à prêter les fonds en surplus, c'est uniquement à ces dernières que les cessions en pension ont jusqu'ici été offertes.

Les répercussions que peuvent avoir les prises en pension spéciales sur l'offre de réserves par la banque centrale sont illustrées au Tableau 1 sous la forme de bilans schématiques de la Banque du Canada, des courtiers en valeurs mobilières et des adhérents. La Banque a la capacité de neutraliser ou de ne pas neutraliser les répercussions que ses interventions ont sur les réserves liquides, et sa décision à cet égard est fonction de l'évaluation qu'elle fait de la situation au moment de l'établissement du niveau des réserves en fin de journée⁹. Les comptes en T reproduits au Tableau 1 font état des étapes de l'évolution qui se produirait à la suite d'une opération menée dans le but de protéger le courtier contre une demande temporaire de remboursement, de la part des adhérents, d'un prêt à vue d'un montant de 100. On peut supposer que cette demande de remboursement est motivée par le fait que les adhérents anticipent des pertes de liquidités pour cette journée. Comme on ne s'attend pas à ce que cette anticipation persiste jusqu'au jour suivant, on suppose dans le Tableau que la Banque prélèvera un montant de 100 des dépôts du gouvernement de façon à maintenir à un niveau constant les liquidités bancaires. Dans le Tableau, la Banque du Canada achète des bons du Trésor d'un montant de 100 auprès des courtiers (opération A), qui remboursent ainsi le prêt à vue octroyé par les adhérents (opération B). Cela pourrait permettre aux adhérents d'accroître leurs dépôts à la banque centrale (poste C du bilan), mais le tirage (opération X) fait que le niveau des liquidités n'enregistre aucune variation nette au cours de la

9. Les dépôts et les tirages sont effectués après la fermeture des opérations de la journée sur le marché. Ainsi, en dépit du règlement rétroactif, leur incidence ne se fait pas sentir avant le jour ouvrable suivant, et la Banque décide du niveau des réserves liquides en fonction des objectifs qu'elle vise pour les jours suivants.

Tableau 1 Évolution hypothétique des bilans : prises en pension spéciales et tirages connexes	
EFFET IMMÉDIAT	
Banque du Canada	
Actif	Passif
(A) Bons du Trésor +100	Dépôts : Gouvernement du Canada 0
	(C) Dépôts éventuels des adhérents +100
Total +100	Total +100
Courtiers en valeurs mobilières*	
Actif	Passif
Bons du Trésor 0	(B) Prêts à vue -100
	(A) Titres vendus avec clause de rachat +100
Total 0	Total 0
Courtiers en valeurs mobilières*	
Actif	Passif
Bons du Trésor 0	(B) Prêts à vue -100
	(A) Titres vendus avec clause de rachat +100
Total 0	Total 0
Banque du Canada	
Actif	Passif
Bons du Trésor +100	Dépôts : (X) Gouvernement du Canada +100
	Adhérents 0
Total +100	Total +100
Courtiers en valeurs mobilières*	
Actif	Passif
Dépôts à la Banque du Canada 0	Dépôts : (X) Gouvernement du Canada -100
(B) Prêts à vue spéciaux -100	Adhérents
Total -100	Total -100

*Comme le veut une convention, les courtiers en valeurs mobilières inscrivent au passif de leur bilan les prises en pension et les prises en pension spéciales. Ainsi, ils ne comptabilisent pas les variations du stock de bons du Trésor ni celles de l'ensemble du passif. Il existe une autre convention, en vertu de laquelle les courtiers en valeurs mobilières pourraient indiquer ce qui suit dans leur bilan : «bons du Trésor -100», «prêts à vue spéciaux -100» et «total du passif -100»; cela correspondrait exactement aux variations des comptes de la Banque du Canada.

journée. Le jour ouvrable suivant, les adhérents, dont les comptes de réserve affichent les mêmes soldes excédentaires qu'auparavant, n'anticipant plus de pertes de liquidités, seraient disposés à octroyer de nouveau des prêts à vue, ce qui aurait pour effet de rétablir un climat normal sur le marché du crédit au jour le jour.

L'UTILISATION ACTIVE DES PENSIONS SPÉCIALES

Bien que les prises en pension spéciales et les cessions en pension aient été utilisées au début comme un moyen souple de faire face aux perturbations de nature purement technique qui agitent le marché du crédit au jour le jour, on s'est vite aperçu qu'elles pouvaient remplir un rôle plus actif. Si en 1985 et en 1986 les prises en pension spéciales étaient offertes le plus souvent les vendredis, au cours des deux dernières années environ, elles ont été offertes presque aussi souvent les lundis, les mardis et les jeudis (voir Tableau 2)¹⁰. Cette évolution pourrait s'expliquer par le fait que les opérateurs du marché monétaire et la Banque du Canada comprennent mieux qu'auparavant le fonctionnement de la formule des moyennes pondérées pour le calcul des réserves obligatoires. Mais elle s'explique surtout par l'utilisation beaucoup plus grande des prises en pension spéciales comme instrument de la

10. Toutefois, depuis leur création, peu d'opérations de prise en pension ont été effectuées les mercredis. Étant donné que les dépôts des banques n'entraînent l'obligation légale de constituer des réserves que le mercredi, celles-ci cherchent moins activement des fonds en ce jour, ce qui crée une détente sur le marché monétaire. Cet «effet du mercredi» se manifeste également par le nombre relativement élevé de cessions en pension effectuées en 1988 les mercredis.

politique monétaire, ce qui a nettement fait augmenter la fréquence de ce type d'opération à différents jours de la semaine. Il y a eu huit offres de prise en pension spéciale en 1985, quarante en 1986, environ soixante-dix en 1987 et en 1988 et dix-huit au premier semestre de 1989; les cessions en pension ont été offertes une fois en 1986, deux fois en 1987, quinze fois en 1988 et cinq fois au premier semestre de 1989.

On comprend mieux l'augmentation des opérations de pension lorsqu'on la place dans le contexte de la conduite quotidienne de la politique monétaire. Il a été souligné plus haut que les ajustements à court terme des réserves-encaisse du système financier passent principalement par les dépôts ou les tirages effectués sur les comptes que le gouvernement canadien tient auprès des adhérents¹¹. À la fin de chaque jour ouvrable, la Banque du Canada fixe le niveau de ces liquidités, ce qui entraîne une certaine variation des réserves. Les dépôts ou les tirages qu'il convient alors d'effectuer prennent la forme de transferts de fonds du gouvernement fédéral entre la Banque du Canada et les adhérents, ces derniers étant informés des montants transférés le matin suivant, suffisamment tôt pour le règlement rétroactif de leurs opérations de compensation du jour ouvrable précédent. Bien que l'évolution quotidienne des réserves du système bancaire soit influencée par un certain nombre de facteurs indépendants du contrôle de la Banque – par exemple les gains et les pertes de compensation d'effets avec les institutions parabancaires et les avances octroyées par la Banque du Canada – la Banque est néanmoins à même d'influencer avec

11. Sur plus longue période, la croissance du portefeuille de la Banque du Canada est surtout maintenue par l'achat de tranches des nouvelles émissions de titres du gouvernement. Voir l'article «La gestion des réserves-encaisse», publié dans la livraison de juin 1975 de la Revue de la Banque du Canada.

	Prises en pension spéciales					Cessions en pension			
	Juin-déc.				Janv.-juin	Juin-déc.			Janv.-juin
	1985	1986	1987	1988	1989	1986	1987	1988	1989
Lundi	1	7	15	17	3	0	1	2	2
Mardi	1	9	19	14	6	0	1	3	1
Mercredi	0	7	9	7	2	0	0	7	1
Jeudi	2	3	13	14	3	0	0	2	1
Vendredi	4	14	17	18	4	1	0	1	0
Total	8	40	73	70	18	1	2	15	5

beaucoup de précision l'évolution quotidienne des réserves.

Un important élément d'incertitude subsiste cependant, puisque l'incidence d'un niveau de réserve donné sur l'évolution des taux à court terme est en grande partie fonction de la demande globale de réserves excédentaires de la part des banques à charte. Il peut arriver à l'occasion que celles-ci cherchent à accroître leurs réserves en demandant le remboursement de prêts et en poussant les enchères en vue d'obtenir des dépôts au jour le jour, comme il a été dit plus haut. En outre, cette demande globale de réserves peut augmenter sous l'effet d'une répartition très inégale des positions excédentaires et déficitaires parmi les membres de l'ACP. Il peut aussi arriver – moins fréquemment tout de même – que les taux du crédit au jour le jour baissent tout à coup si les banques à charte et les autres institutions participant à la compensation considèrent que leurs réserves sont trop importantes. Une telle instabilité du marché monétaire est le plus souvent liée à la nervosité avec laquelle les intervenants envisagent l'évolution future des taux d'intérêt à court terme, particulièrement

durant les derniers jours de la période de calcul des réserves. À titre d'exemple, si les banques à charte et les autres prêteurs au jour le jour estiment qu'une hausse des taux du marché au jour le jour est imminente, ils peuvent se montrer réticents à octroyer des prêts et provoquer ainsi des pressions à la hausse sur les taux qui vont au delà de ce que la Banque avait souhaité au moment où elle avait fixé le niveau des réserves liquides.

Dans un tel contexte, une prise en pension spéciale offerte par la Banque du Canada peut contribuer à débloquer l'offre du crédit au jour le jour. Ce type d'opération, en plus de donner aux agents agréés du marché l'accès à une source effective de financement, réduit les chances que les prêteurs profitent par la suite de taux plus élevés. C'est pourquoi les prises en pension spéciales (ou les cessions en pension, en cas d'assouplissement inopportun), même lorsqu'elles portent sur des montants plutôt modestes, peuvent prévenir une évolution non souhaitée des coûts du financement au jour le jour. Le taux des pensions peut donner aux opérateurs du marché une bonne idée des objectifs de la banque centrale en ce qui

concerne l'orientation et le niveau des taux du crédit au jour le jour.

QUELQUES EXEMPLES PRATIQUES

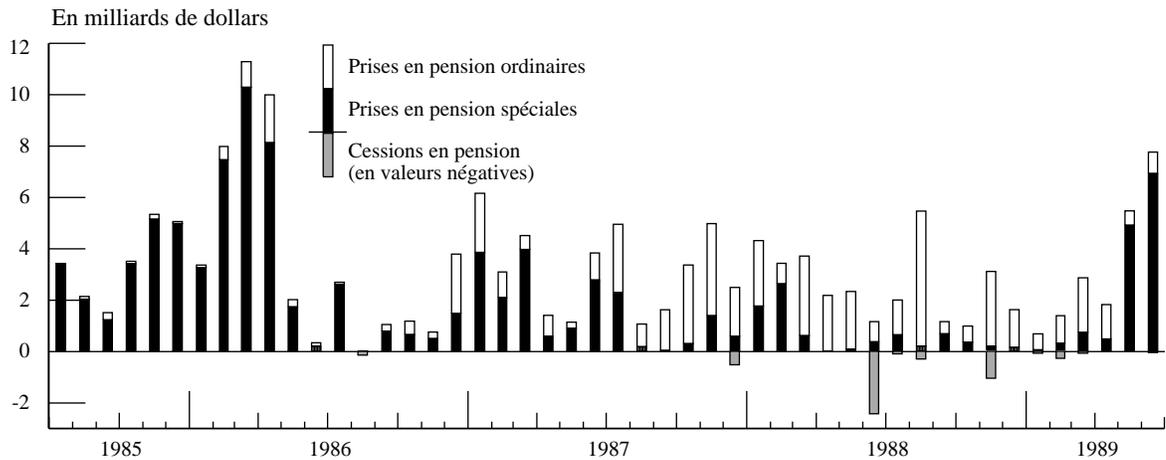
On peut trouver des exemples concrets pour montrer comment les techniques spéciales de vente à réméré ont été utilisées à la fois pour faire face à des perturbations temporaires d'ordre technique et pour renforcer les moyens d'action de la politique monétaire.

Dans le Graphique 1, qui fait état des opérations de prise en pension ordinaire, de prise en pension spéciale et de cession en pension, et de façon plus détaillée dans les Tableaux 3 et 4, plusieurs périodes d'activité accrue ressortent. La première de celles-ci, correspondant aux mois de mars et d'avril 1986, a suivi un mouvement de fortes ventes spéculatives du dollar canadien sur les marchés des changes, ce qui avait fait descendre notre monnaie à 69 cents É.-U. en février, le niveau le plus bas jamais enregistré. Les autorités monétaires avaient réagi avec détermination à cette perturbation par un programme prévoyant entre autres d'importantes ventes officielles de devises et un durcissement marqué de la politique monétaire. Les taux d'intérêt canadiens s'étant mis à grimper (Graphique 2), les écarts entre les taux d'intérêt à court terme canadiens et américains se sont creusés et se sont maintenus à plus de 5 points de pourcentage pendant plusieurs semaines. Toutefois, après la mi-mars, comme le cours du dollar canadien s'était établi autour de 72 cents É.-U. et que des signes d'un essoufflement de l'activité économique au pays se manifestaient, la Banque a assoupli davantage sa politique en augmentant les réserves excédentaires mises à la disposition du système bancaire. Les taux des bons du Trésor ont alors

baissé rapidement et, comme cela entraînait la hausse de la valeur des stocks de bons, la demande de fonds au jour le jour s'est accrue. Dans ce contexte, les taux du crédit au jour le jour ont fléchi assez lentement et, pendant un certain temps, le taux d'escompte a constitué pour les agents agréés un taux de financement peu cher, ce qui les a poussés à recourir massivement aux prises en pension. Pour favoriser l'assouplissement des conditions monétaires et faire baisser davantage le loyer de l'argent au jour le jour, la Banque a offert des prises en pension spéciales aux agents agréés et, à plusieurs reprises, aux banques également.

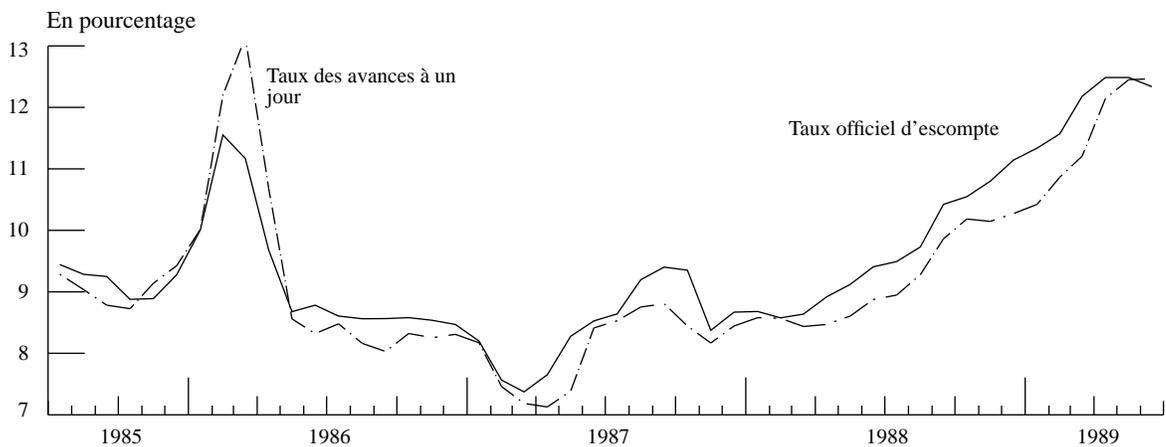
Ces événements survenus en 1986 montrent l'usage actif le plus évident qu'on peut faire des prises en pension spéciales, à savoir fournir un appui direct à une orientation moins restrictive de la politique monétaire. La période qui a suivi la débâcle boursière d'octobre 1987 illustre aussi le rôle que peuvent jouer les opérations de pension. En effet la Banque, soucieuse d'éviter tout risque de crise de liquidités, avait injecté des fonds à court terme exceptionnellement importants dans le marché monétaire. Les liquidités bancaires s'étaient fortement accrues, provoquant la baisse rapide du taux du financement au jour le jour, lequel avait touché un creux d'environ 7 3/8 % après s'être situé à 8 1/8 % la semaine précédant la débâcle. Des offres répétées de prises en pension spéciales ont été faites, dont certaines se sont chiffrées à des montants records de 1,2 milliard de dollars le vendredi 30 octobre et de 1,3 milliard de dollars le lundi 2 novembre. Si la Banque avait procédé autrement, on aurait pu assister à l'apparition de tensions provoquées par des flux de paiement exceptionnellement forts, des effets de fin de semaine et des facteurs d'ordre technique liés à la dernière journée d'une période de calcul des réserves et à la fin de l'exercice financier des banques à charte. Vers la fin de 1987, lorsqu'on

Graphique 1 Valeur nominale des prises en pension ordinaires, des prises en pension spéciales et des cessions en pension (données mensuelles)¹



1. Ces données mensuelles représentent la somme de l'encours quotidien, à la clôture, des prises en pension ordinaires, des prises en pension spéciales et des cessions en pension, respectivement. Les montants quotidiens n'ont pas été pondérés de manière à tenir compte des opérations se prolongeant les fins de semaine ou les jours fériés.

Graphique 2 Taux officiel d'escompte moyen et taux moyen des avances à un jour (données mensuelles)



s'est de plus en plus rendu compte que la débâcle boursière avait provoqué moins de dommages que ce qu'on aurait prévu, la Banque a entrepris d'absorber les liquidités excédentaires en resserrant le niveau des réserves, et elle a conclu des cessions en pension à deux reprises à la mi-décembre.

Certaines mesures prises en 1988 montrent comment peuvent être utilisées, dans des circonstances plus normales, les techniques spéciales de prise et de cession en pension. Comme la Banque voulait ramener l'essor de la dépense globale à une cadence qu'on pouvait davantage soutenir, elle a tenu la bride assez courte aux conditions monétaires. Au début de l'été, les cessions en pension ont été largement utilisées pour servir d'appui à une politique de resserrement des liquidités, ce qui signalait aux marchés financiers qu'une hausse des taux à court terme s'imposait. La fréquence des cessions en pension a commencé à s'accroître le 31 mai. À ce moment, le taux offert de 8 7/8 %, qui était sensiblement plus élevé que celui des prêts à vue spéciaux, lui-même de 8 3/4 % au début de la journée, constituait une indication de l'orientation qu'on souhaitait voir prendre le loyer de l'argent au jour le jour. En juin, des cessions en pension ont été conclues à six reprises, pour un montant total d'environ 2,4 milliards de dollars.

Dans tous les cas exposés jusqu'ici, les opérations de vente à réméré ont soutenu directement les moyens d'action dont disposait la Banque pour fixer le niveau des réserves liquides – les prises en pension spéciales servant d'appui à une politique d'assouplissement et les cessions en pension, à une politique restrictive. En 1988 cependant, de nombreuses prises en pension spéciales ont été effectuées, même si la Banque du Canada cherchait à contrer la hausse de la demande de crédit; de fait, il y a eu autant de prises en pension spéciales de mars à

décembre 1988 qu'au cours de la même période l'année précédente. Les prises en pension spéciales ont été utilisées dans ce cas-ci comme soupape de sûreté pour prévenir une hausse trop marquée des coûts du financement au jour le jour lorsque les taux d'intérêt s'inscrivent à la hausse. La stratégie visant à resserrer les réserves liquides, puis à atténuer au besoin les tensions excessives par le truchement de prises en pension spéciales, a suscité un surcroît d'intérêt sur le marché monétaire à l'égard du taux de ces opérations. Cela a eu pour effet, à l'occasion, d'accroître l'incidence de la politique monétaire sur l'évolution des taux du crédit au jour le jour en donnant une idée plus précise du sens dans lequel la Banque voulait voir les taux d'intérêt évoluer, à des moments où il était difficile de choisir un niveau approprié pour les réserves liquides.

Ces exemples montrent clairement qu'il n'existe pas de lien simple entre l'offre de pensions et l'orientation de la politique monétaire. En général, des interventions plus fréquentes traduisent un climat d'instabilité sur le marché et les difficultés connexes de fixation d'un niveau approprié pour les réserves liquides. Comme l'incertitude sur le marché se solde plus souvent par un resserrement indu que par un assouplissement excessif des conditions monétaires, on utilise beaucoup plus fréquemment les prises en pension spéciales que les cessions en pension. Cela signifie que les pensions spéciales, bien qu'elles soient en principe un mécanisme d'assouplissement des conditions monétaires, ont pu être assez fréquentes à des périodes de resserrement de la politique monétaire, comme nous en avons eu la preuve depuis un an et demi.

	Valeur totale ¹ (Millions de dollars)	Offres ²		Moyenne des taux offerts ³ (%)	Taux des avances à un jour ⁴
		Acceptées	Non acceptées (Nombre de jours)		
1985					
Juin	115,0	1	0	9,58	9,75
Juillet	–	–	–	–	–
Août	110,0	1	0	9,20	9,13
Septembre	282,5	2	0	9,00	9,00
Octobre	96,5	1	0	9,75	8,88
Novembre	191,0	2	0	9,38	9,69
Décembre	97,7	1	0	11,00	9,75
1986					
Janvier	100,0	1	0	10,50	10,75
Février	520,0	2	0	12,88	12,50
Mars	999,6	7	0	12,96	12,73
Avril	1 864,8	8	3	10,62	10,56
Mai	238,0	1	0	8,38	8,50
Juin	135,0	1	0	8,38	8,50
Juillet	80,0	1	0	8,50	8,50
Août	–	–	–	–	–
Septembre	255,5	1	0	8,75	8,75
Octobre	525,0	2	1	8,59	8,46
Novembre	256,0	2	0	8,56	8,44
Décembre	2 312,3	9	1	8,36	8,34
1987					
Janvier	2 301,0	3	0	8,19	8,17
Février	998,0	2	0	7,44	7,38
Mars	542,7	3	0	7,38	7,31
Avril	815,8	6	2	7,30	7,27
Mai	241,0	3	1	8,08	7,83
Juin	1 051,0	4	0	8,58	8,59
Juillet	2 648,5	8	1	8,67	8,69
Août	882,0	4	3	8,82	8,81
Septembre	1 586,7	5	0	9,03	9,05
Octobre	3 060,9	11	1	8,34	8,20
Novembre	4 851,2	7	1	8,16	8,31
Décembre	1 905,5	7	1	8,56	8,54
1988					
Janvier	2 550,2	4	0	8,65	8,69
Février	797,9	4	3	8,59	8,61
Mars	3 100,0	8	1	8,50	8,47
Avril	2 189,0	8	1	8,53	8,52
Mai	2 248,3	5	1	8,54	8,56
Juin	786,0	3	1	9,13	9,16
Juillet	1 354,3	3	0	9,13	9,13
Août	5 252,8	12	0	9,32	9,44
Septembre	475,0	2	0	9,88	9,88
Octobre	633,0	2	0	10,25	10,28
Novembre	2 908,6	6	0	10,25	10,28
Décembre	1 917,9	6	0	10,41	10,28
1989					
Janvier	621,6	3	0	10,54	10,44
Février	1 075,0	1	0	11,13	11,00
Mars	2 127,3	6	0	11,63	11,45
Avril	1 339,2	3	0	12,04	12,17
Mai	560,8	2	0	12,46	12,56
Juin	835,0	3	0	12,35	12,54

1. Valeur nominale des titres pris en pension.
2. Plusieurs prises en pension spéciales peuvent avoir été offertes le même jour, mais elles sont comptabilisées comme une seule opération. Une telle opération est ainsi enregistrée comme ayant été acceptée, même si la deuxième ou la troisième offre de la journée a été refusée.
3. Cette moyenne simple comprend les taux dont ont été assorties les offres supplémentaires de prise en pension spéciale.
4. Moyenne simple des taux quotidiens moyens des prêts à vue spéciaux établie pour les jours où des prises en pension spéciales ont été offertes.

Tableau 4 Offres et taux d'intérêt de prises en pension spéciales (données mensuelles)

	Valeur totale ¹ (Millions de dollars)	Offres		Moyenne des taux offerts ² (%)	Taux des avances à un jour ³
		Acceptées	Non acceptées (Nombre de jours)		
1986					
Août	150	1	0	7,25	7,63
1987					
Décembre	525	2	0	8,00	8,16
1988					
Janvier	0	0	1	8,00	8,25
Février	0	0	1	8,00	8,38
Mars	-	-	-	-	-
Avril	-	-	-	-	-
Mai	-	-	1	8,88	8,88
Juin	2 435	6	0	8,75	8,65
Juillet	100	1	0	8,75	8,81
Août	300	1	2	9,04	9,17
Septembre	-	-	-	-	-
Octobre	-	-	-	-	-
Novembre	1 050	2	0	9,75	9,97
Décembre	-	-	-	-	-
1989					
Janvier	75	1	0	10,38	10,56
Février	275	1	1	10,69	10,72
Mars	75	1	0	11,00	11,06
Avril	-	-	-	-	-
Mai	-	-	-	-	-
Juin	50	1	0	11,75	11,88

1. Valeur nominale des titres cédés.
2. Moyenne simple des taux offerts.
3. Moyenne simple des taux quotidiens moyens des prêts à vue spéciaux établie pour les jours où des cessions ont été offertes.

Le mécanisme de transmission de la politique monétaire au Canada, des mesures prises par la banque centrale aux taux d'intérêt administrés

Kevin Clinton et Donna Howard

INTRODUCTION

Au Canada, l'influence de la banque centrale sur l'économie découle du contrôle qu'elle exerce sur l'offre d'encaisses de règlement au système bancaire; celles-ci sont constituées des dépôts tenus à la Banque du Canada par les adhérents, c'est-à-dire les banques et les institutions parabancaires participant directement à la compensation. Le Rapport technique n^o 69 propose une description des relations qui existent entre l'offre des encaisses de règlement (le niveau des encaisses), les taux d'intérêt du marché monétaire et les taux d'intérêt affichés par les institutions financières. Les plus importants de ces taux administrés sont le taux de base des prêts octroyés par les banques à charte, les taux des dépôts d'épargne, les taux des prêts hypothécaires et ceux des certificats de placement garanti. Dans chacun des cas, les

auteurs évaluent la stabilité des relations clés au cours des dernières années.

Pour ce qui est du lien entre le niveau des encaisses et les taux du marché monétaire, la principale question étudiée dans le rapport est de savoir si le nouveau cadre de mise en œuvre de la politique monétaire, instauré en novembre 1991 pour permettre à la Banque de conserver le contrôle des encaisses de règlement en prévision de l'élimination des réserves obligatoires, a eu une influence satisfaisante sur le taux à un jour. La question est abordée au moyen d'une analyse descriptive du comportement du système, centrée sur une période d'instabilité survenue à la fin de 1992.

Les liens entre les taux d'intérêt sont examinés à l'aide de techniques économétriques. En particulier, celles-ci sont utilisées pour éclairer la détermination du taux des obligations à moyen terme et la dynamique de l'établissement des taux d'intérêt administrés. La stabilité des paramètres des modèles, qui sont estimés à partir de données hebdomadaires remontant aux années 80, est vérifiée à l'aide des données de la période 1990-1993.

Texte publié initialement dans la livraison d'automne 1994 de la Revue de la Banque du Canada. Il s'agit d'un résumé du Rapport technique n^o 69 intitulé «From monetary instruments to administered interest rates: The transmission mechanism in Canada».

L'INCIDENCE DE LA POLITIQUE SUR LES TAUX DU MARCHÉ

Les outils de la politique monétaire

La Banque du Canada influe sur l'offre d'encaisses de règlement au moyen de la répartition des dépôts à vue du gouvernement fédéral entre son propre bilan et ceux des institutions participant à la compensation.

Dans le nouveau cadre de mise en œuvre de la politique monétaire, tout solde négatif à la Banque du Canada doit être couvert par un prêt pour découvert consenti au taux d'escompte; le solde négatif doit en outre être compensé par un solde positif à une date ultérieure quelconque au cours de la période de calcul mensuel de la moyenne des réserves, ou se voir servir à la fin de la période un taux d'intérêt additionnel équivalent au taux d'escompte. Comme le taux d'escompte est fixé chaque semaine à 25 points de base au-dessus du taux des bons du Trésor à trois mois, il suit de très près le niveau des taux à court terme du marché. La conjugaison de ces facteurs fait que le coût d'un déficit et le coût d'opportunité d'un dépôt à la banque centrale, lequel n'est pas rémunéré, sont presque égaux.

Le cadre de mise en œuvre de la politique monétaire, et c'est là un point essentiel, suppose que chaque adhérent détient quotidiennement à la banque centrale une position de règlement précise qui minimise les coûts. Par exemple, en l'absence de réserves obligatoires, le solde de règlement le moins onéreux que détient chaque adhérent à la banque centrale serait égal à zéro tous les jours au cours de la période de réserve, étant donné la symétrie des coûts liés aux déficits et aux excédents. Dans la pratique, la demande d'encaisses par les banques a généralement été positive tout au long de la période étudiée en raison des exigences en matière de réserves¹.

Plusieurs autres facteurs ont aussi une incidence sur la demande quotidienne d'encaisses de règlement de la part des adhérents; il s'agit notamment des positions cumulatives d'importance qui sont survenues au cours de certaines périodes de réserve.

En raison de la complexité de ces facteurs, la Banque suit chaque jour de près les niveaux cibles des encaisses de règlement que désirent détenir les adhérents en communiquant directement avec ces derniers. Puis elle établit suivant son jugement les niveaux de liquidités les plus susceptibles de permettre d'atteindre le taux d'intérêt à un jour souhaité. Pendant les périodes de volatilité sur les marchés, ces opérations peuvent s'avérer difficiles. Cela a d'ailleurs été le cas notamment à l'automne 1992. Cependant, il importe de souligner que le nouveau cadre de mise en œuvre n'a pas eu pour effet de compliquer la situation. De fait, la principale surprise du point de vue de la politique monétaire a été l'apathie dont les adhérents ont fait montre face aux niveaux élevés des soldes excédentaires. Cela tenait en partie aux résidus de réserves obligatoires qui ont permis aux banques de détenir des excédents sans que cela leur en coûte rien, puisque ceux-ci ont pu, plus tard au cours de la période de réserve, être compensés par des déficits sans que les banques soient forcées de demander un prêt pour découvert à la Banque du Canada. L'élimination récente des réserves obligatoires devrait rendre la réaction des banques sur le marché monétaire à un jour plus rapide et plus prévisible.

1. Les réserves obligatoires ont été éliminées graduellement au cours d'une période de deux ans, consécutive à la promulgation de la Loi sur les banques en juin 1992, et ont été réduites à zéro en juillet 1994.

DES TAUX DU MARCHÉ MONÉTAIRE AUX TAUX DES OBLIGATIONS À CINQ ANS

Les taux de rendement des obligations à court terme jouent un rôle important dans la détermination des taux des prêts hypothécaires et des certificats de placement garanti. Pour déterminer l'incidence des taux du marché monétaire sur ces taux de rendement, on a estimé un modèle de taux obligataire à cinq ans, fondé sur la «théorie des anticipations»; ce modèle met en relation les taux de rendement des obligations et les taux d'intérêt à court terme futurs anticipés. Les estimations laissent croire que, même si les taux d'intérêt à court terme du marché au Canada influent dans une certaine mesure sur les taux des obligations intérieures, l'effet des taux d'intérêt américains finit par l'emporter. Cela concorde avec l'opinion selon laquelle les variations des conditions monétaires au Canada ne peuvent donner lieu qu'à des fluctuations temporaires des taux d'intérêt réels et que, avec le temps, les taux d'intérêt réels au Canada suivent de près ceux des États-Unis. La différence des résultats observés entre le Canada et les États-Unis en matière d'inflation durant la période d'estimation n'est pas assez systématique pour permettre au modèle de saisir les écarts entre les taux d'intérêt nominaux dus à des tendances inflationnistes divergentes.

Les erreurs de prévision hors de la période d'estimation de l'équation ne sont ni importantes ni biaisées dans un sens ou dans l'autre. Par conséquent, selon ces estimations, la courbe des rendements n'a pas été anormalement accentuée au cours des dernières années, compte tenu des niveaux des taux à court terme au Canada et de la structure des taux d'intérêt aux États-Unis. Cela voudrait dire que le succès remporté par les cibles de réduction de l'inflation que la Banque

du Canada et le gouvernement fédéral ont annoncées en 1991 a à peu près compensé les phénomènes négatifs qui ont en général influé sur le marché obligataire canadien depuis 1990, soit notamment l'impasse constitutionnelle, la détérioration des finances publiques, le déficit important de la balance extérieure et la baisse des cotes de crédit octroyées par les agences d'évaluation du crédit. Sous cet angle, il semblerait que l'imposition de cibles de réduction de l'inflation a contribué utilement à modérer les anticipations et à maintenir les taux à long terme à de bas niveaux.

LE TAUX DE BASE DES PRÊTS BANCAIRES

Lorsqu'elles établissent le taux de base de leurs prêts, les banques surveillent étroitement le coût qu'elles doivent elles-mêmes assumer pour se procurer des fonds, ainsi que les taux d'intérêt qui sont pratiqués sur le marché des acceptations bancaires et du papier commercial. Des résultats empiriques ont établi que le taux des acceptations bancaires à 30 jours et particulièrement celui du papier commercial à 90 jours ont fortement influé sur le niveau du taux de base des prêts bancaires; les écarts entre les deux premiers et le second ont eu une nette propension à retourner à la moyenne historique d'environ 1 1/4 %. Les modifications du taux d'escompte provoquent souvent des variations du taux de base des prêts bancaires, mais elles n'ont pas d'effet permanent.

Des tests statistiques montrent que l'équation estimée s'est modifiée entre les années 80 et la période 1990-1993, au cours de laquelle un recul marqué des taux d'intérêt a été observé. Cette modification peut s'expliquer par les importantes

erreurs de prévision survenues en 1991-1992, lorsque la marge bénéficiaire des banques était exceptionnellement étroite en raison de la rivalité qui existait entre elles, chacune cherchant à être la première à annoncer des réductions de taux. Lorsque les banques avaient des raisons de croire que les taux du marché étaient sur le point d'atteindre un plancher, elles ont cessé de réduire le taux de base des prêts bancaires en prévision de réductions futures des taux, permettant ainsi aux écarts par rapport au taux de base de retourner à leurs plages de variation habituelles.

Les taux des dépôts d'épargne

Les taux d'intérêt offerts depuis 1986 sur le solde élevé de divers comptes de dépôt ont été révisés hebdomadairement, de manière à les aligner sur ceux des bons du Trésor à 3 mois, ce qui a permis aux institutions de dépôt de faire face à une concurrence accrue de la part des bons du Trésor et des fonds mutuels. Parallèlement, des taux d'intérêt plus bas, environ 1/2 % depuis le milieu de 1993, ont été servis sur les soldes peu élevés, qui sont moins sensibles aux variations des taux d'intérêt.

LES TAUX D'INTÉRÊT

HYPOTHÉCAIRES ET LES TAUX

DES DÉPÔTS À LONG TERME

Le financement des prêts hypothécaires provient principalement des certificats de placement garanti. Afin de réduire leur exposition à des risques liés aux taux d'intérêt, les institutions prêteuses ont habituellement apparié aussi étroitement que possible les échéances des éléments d'actif et de passif correspondants. De nos jours, elles recourent aussi, aux mêmes fins,

à des produits dérivés. Les échéances les plus courantes vont de 1 à 5 ans, mais celle d'un an a la faveur des emprunteurs depuis le début des années 80.

Dans le secteur financier, il existe deux causes de risques liés aux taux d'intérêt contre lesquels il est assez difficile de se prémunir. La première réside dans la pratique qui consiste à établir le taux hypothécaire au moment de l'approbation du prêt, c'est-à-dire habituellement de un à trois mois avant que l'emprunteur ne reçoive l'argent, et ce sans qu'il y ait d'obligation pour celui-ci de mener le contrat à terme. La seconde cause tient au fait qu'une baisse importante des taux d'intérêt incite le débiteur à rembourser son emprunt avant terme et à réemprunter à des taux d'intérêt plus bas dans une institution concurrente, malgré les pénalités prévues en matière de règlement anticipé. Dans les deux cas, les emprunteurs ont des choix qui peuvent s'avérer coûteux pour les institutions prêteuses si les taux d'intérêt viennent à baisser, étant donné que les engagements que celles-ci ont pris concernent des taux d'intérêt fixes. Comme la marge d'intermédiation financière prévue doit tenir compte de ce coût, elle augmente lorsque des taux élevés et volatils viennent accroître les risques d'une chute importante des taux d'intérêt.

Ainsi, au début des années 80, lorsque les taux hypothécaires se situaient aux alentours de 20 %, l'écart entre le taux hypothécaire à un an et celui des certificats de placement garanti dépassait 250 points de base. Il a diminué pour s'établir au niveau plus normal de 180 points de base environ pendant le reste de la décennie, puis il s'est élargi de nouveau, se situant à 215 points environ entre juillet 1990 et août 1993. Ce dernier élargissement peut être attribué à divers facteurs, notamment à une augmentation du coût que les prêteurs doivent éventuellement supporter du fait du choix de taux d'intérêt, au

moment où ceux-ci manifestaient une tendance à la baisse; à une erreur de mesure, vu que des taux plus attractifs que ceux affichés étaient offerts aux meilleurs clients; aux pertes encourues sur le financement des immeubles commerciaux, qui ont causé d'énormes difficultés à certaines sociétés de fiducie et, par voie de conséquence, limité la concurrence faite aux banques; et à la demande relativement forte de prêts hypothécaires, qui est due au fait que les ménages délaissaient le crédit à la consommation au profit d'emprunts assortis de périodes d'amortissement plus longues et de taux plus bas.

Cette évolution explique pourquoi, depuis 1980, la marge d'intermédiation ne s'est pas comportée de façon stable sur une longue période. Les résultats de tests statistiques indiquent toutefois qu'elle avait tendance à varier dans une fourchette stable au cours de la période plus courte comprise entre 1983 et 1990. Des modèles économétriques expliquent très bien le comportement des taux hypothécaires et de ceux des certificats de placement garanti pour cette période. Pour ce qui est des titres de dette, le bon du Trésor à 12 mois et l'obligation du gouvernement canadien à 5 ans semblent avoir été les principaux concurrents des certificats de placement garanti à 1 an et à 5 ans. Selon les estimations, la marge d'intermédiation financière à long terme serait dans les deux cas de 180 points de base environ, et les taux hypothécaires et les taux des certificats de placement garanti s'ajusteraient de façon à éliminer tout écart inhabituel entre eux au bout d'une à deux semaines. Par contre, les simulations des chocs de taux du marché indiquent que l'ajustement total du niveau des taux hypothécaires et des certificats de placement garanti met de nombreuses semaines à se réaliser.

Le modèle n'explique pas l'élargissement de la marge bénéficiaire en dehors de la période d'estimation; entre 1991 et 1993, en effet, les taux des certificats de placement garanti étaient plus bas que prévu, et les taux hypothécaires un peu plus élevés. Compte tenu des modifications des coûts des choix et de l'erreur de mesure examinées ci-dessus, de tels résultats ne surprennent guère.

CONCLUSIONS

- La Banque du Canada a généralement atteint ses objectifs au chapitre des taux d'intérêt à court terme, tant dans le nouveau cadre de mise en œuvre de la politique monétaire que dans l'ancien. L'élimination complète des réserves obligatoires au milieu de 1994 a aussi contribué à cet objectif, en ce sens que le coût que doivent supporter les banques pour détenir des encaisses excédentaires est désormais plus élevé.
- Le taux de base des prêts bancaires ayant réagi bien plus rapidement que d'habitude aux baisses de taux durant la période 1991-1992, son écart par rapport aux coûts du financement des gros dépôts a atteint des niveaux particulièrement bas. Toutefois, cela n'aura été qu'un phénomène passager, puisque les écarts entre ces taux et les taux de base se sont remis à évoluer dans une fourchette plus normale dès que s'est arrêté le vigoureux mouvement à la baisse des taux d'intérêt. Cette évolution s'explique par les erreurs de prévision de l'équation de taux de base estimée, qui montrent des hausses fortes mais temporaires pour les années en question.

- Les taux des obligations à moyen terme ont affiché des corrélations empiriques assez stables. Certes, leur écart par rapport aux taux à court terme a été relativement large pendant plusieurs années, mais l'équation estimée indique que cette évolution va dans le sens habituel, compte tenu des niveaux des taux aux États-Unis et des taux à court terme au Canada. Le fait que le programme de réduction de l'inflation ne produise pas d'effets visibles sur la courbe des rendements donne à croire que la crédibilité monétaire met du temps à s'établir; mais il laisse aussi supposer que les incertitudes politiques qu'on connaît et le niveau élevé de la dette publique ont annulé l'effet bénéfique que, dans d'autres circonstances, le succès du programme aurait pu avoir sur le marché des obligations.
- Le modèle d'estimation simultanée des taux hypothécaires et des taux des certificats de placement garanti donne d'assez bons résultats. Toutefois, l'élargissement de la marge d'intermédiation affichée au début des années 90 est dû à plusieurs facteurs qui n'ont pas été intégrés au modèle, notamment le risque accru auquel doivent faire face les prêteurs hypothécaires lorsque les taux d'intérêt fléchissent.

sentier d'évolution vers la stabilité des prix¹, s'exprimant peut-être sous la forme d'une fourchette visée pour le taux d'augmentation d'un indice de prix particulier), tandis qu'à l'autre extrémité se trouvent l'instrument ou les instruments de mise en œuvre de cette politique (p. ex. la taille du bilan de la banque centrale, le taux d'escompte et, dans certains pays, le contrôle exercé sur la croissance de certains postes du bilan des banques commerciales). En raison des longs décalages et des relations très indirectes qui existent entre l'instrument de la politique monétaire et son objectif ultime, la plupart des banques centrales ont jugé utile de faire appel à d'autres variables qui occupent une position intermédiaire dans la chaîne. Celles-ci peuvent se répartir en cibles intermédiaires, en cibles opérationnelles et en variables d'information ou indicateurs².

Une cible intermédiaire est une variable étroitement liée à l'objectif ultime de la politique monétaire et sensible aux modifications de l'instrument utilisé par les autorités. Parmi les cibles intermédiaires possibles, mentionnons les agrégats monétaires et les agrégats du crédit, le taux de change et le taux de croissance du produit intérieur brut (PIB) nominal. Le principal avantage qu'on s'accorde à reconnaître à une cible intermédiaire est qu'elle permet à la banque centrale de modifier plus rapidement et de façon plus précise le réglage de son instrument en réaction à un choc imprimé au

système que si elle tenait compte uniquement des valeurs actuelles de la cible ultime³. Ainsi, par exemple, étant donné qu'un choc de demande globale entraîne normalement une modification de la demande d'un agrégat monétaire avant de se répercuter sur le taux d'inflation, le choix d'un agrégat monétaire comme cible permet à la banque centrale de réagir plus vite que si elle devait attendre la réaction de la variable prise pour cible ultime. Bien entendu, comme nous le verrons plus en détail par la suite, si la banque centrale réagit non pas aux variations effectives de la cible ultime, mais à ses variations projetées (à partir notamment de l'évolution de divers indicateurs ou variables d'information), le recours à une cible intermédiaire peut ne pas accélérer la réaction des autorités. Par conséquent, la question de savoir si l'utilisation d'une cible intermédiaire améliore ou non le fonctionnement de la politique monétaire est de nature empirique.

Si les banques centrales se sont détournées, ces dernières années, des agrégats monétaires à titre de cibles intermédiaires, c'est surtout parce que le lien entre ces agrégats et la variable servant de cible ultime s'est affaibli par suite de modifications de la structure financière. En fin de compte, l'utilité d'une variable à titre de cible intermédiaire est une question de jugement et dépend essentiellement de l'étroitesse et de la stabilité du lien empirique entre la cible intermédiaire et la cible ultime. Bien entendu, pour être utile, une cible intermédiaire doit également réagir aux modifications de l'instrument que la banque centrale utilise.

Il est commode de représenter comme assez directe l'action que la banque centrale exerce sur

1. Dans le fond, la stabilité des prix n'est pas l'objectif ultime, mais bien le moyen utilisé pour atteindre une fin, à savoir une économie qui fonctionne bien, caractérisée par de hauts niveaux d'emploi et une élévation du niveau de vie. Pour un exposé succinct des avantages de la stabilité des prix, des coûts de l'inflation et de la manière dont la stabilité des prix améliore le fonctionnement de l'économie, voir le Rapport annuel de la Banque du Canada pour l'année 1990, pp. 13-15. Cependant, par souci de simplicité, la stabilité des prix sera considérée ici comme l'objectif ultime de la politique monétaire.

2. Freedman (1990), Friedman (1990) et Crockett (1994) décrivent ces notions de façon détaillée.

3. Cela peut s'expliquer de deux façons : soit que la variable servant de cible intermédiaire se situe en amont de la cible ultime dans la chaîne de transmission, soit que les deux variables soient contemporaines mais que les données concernant la variable intermédiaire soient publiées les premières.

la cible opérationnelle lorsqu'elle modifie le réglage de son instrument. Dans la plupart des pays, la cible opérationnelle est un taux d'intérêt à court terme. Cependant, comme nous le ferons valoir plus loin, dans un pays ayant opté pour un taux de change flottant, il vaut mieux choisir un indice des conditions monétaires que le taux d'intérêt à court terme comme cible opérationnelle⁴.

Deux grandes caractéristiques distinguent la cible opérationnelle de la cible intermédiaire. La première est la rapidité et le caractère plus ou moins direct des effets produits par une modification de l'instrument sur la variable prise pour cible; par exemple, l'effet sur les taux d'intérêt à court terme se manifeste presque immédiatement, tandis que l'influence exercée sur les agrégats monétaires s'étend généralement sur une période beaucoup plus longue. La deuxième distinction découle de la nature des cibles. La cible intermédiaire est habituellement une variable nominale qui peut servir de point d'ancrage nominal au système, tandis que la cible opérationnelle (par exemple le taux d'intérêt à court terme) ne peut généralement pas jouer ce rôle.

Les autorités monétaires doivent disposer d'un instrument de mise en œuvre de leur politique et d'une cible ultime, mais elles n'ont pas forcément besoin d'une cible intermédiaire ni d'une cible opérationnelle⁵. Nombre de pays

ont conduit leur politique monétaire sans cible intermédiaire au cours des dernières années, et certains se sont même passés de cible opérationnelle (p. ex. les États-Unis de 1979 à 1982).

Un indicateur ou une variable d'information fournit de l'information avancée ou contemporaine sur les variations éventuelles de la cible ultime (ou d'une variable rattachée à celle-ci), mais n'est normalement pas considéré comme un élément dont l'évolution doit être contrôlée. Ainsi, certains écarts de taux d'intérêt (comme l'écart entre les taux courts et longs) semblent véhiculer de l'information sur les variations futures de la croissance de la production réelle, qui sont un indicateur avancé de l'inflation. Ces écarts n'ont cependant pas été utilisés comme cibles de la politique monétaire.

Les liens existant entre les indicateurs et la cible ultime peuvent reposer sur des modèles structurels ou astructurels. Le premier type de modèle est préférable dans la mesure où les autorités monétaires sont plus à l'aise avec des relations qui s'appuient sur un fondement théorique et qui risquent moins de changer en cas de modification du régime de politique monétaire suivi. Les dernières années ont néanmoins vu augmenter la vogue des modèles astructurels, tels que les modèles à forme réduite, les modèles indicateurs et les modèles vectoriels autorégressifs⁶.

4. Il convient de signaler que la cible opérationnelle est souvent traitée comme l'instrument de la politique monétaire dans les travaux universitaires, par exemple dans l'article de Poole (1970). Bien qu'en général cette variable soit très étroitement liée à l'instrument (c.-à-d. qu'elle est très sensible aux modifications de ce dernier), elle ne constitue pas véritablement l'instrument de la politique monétaire dans la mesure où la banque centrale ne la contrôle pas directement.

5. On trouvera dans McCallum (1988) un modèle dans lequel l'instrument (la base monétaire) est directement lié à la cible ultime de la politique monétaire (le produit national brut nominal dans sa configuration).

6. Il se peut que l'utilité de ces modèles diminue ou même s'évanouisse en cas de changement de régime. Cela pourrait se produire si, en réagissant aux chocs, les autorités monétaires essayaient d'exploiter l'information contenue dans ces équations, elles-mêmes fondées sur une fonction de réaction de la politique monétaire qui a été abandonnée.

LE CADRE DE CONDUITE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE AU CANADA

L'objectif ultime de la politique monétaire au Canada est de réaliser et de maintenir la stabilité des prix. Pour traduire cet objectif en termes plus concrets, le gouvernement canadien et la Banque du Canada ont annoncé conjointement, en février 1991, l'établissement de cibles de réduction de l'inflation, qui visaient à ramener cette dernière dans une fourchette de 2 à 4 % à la fin de 1992 et de 1 à 3 % à la fin de 1995. En décembre 1993, le gouvernement et la Banque ont annoncé le maintien de la fourchette visée de 1 à 3 % jusqu'à la fin de 1998. À la lumière des taux d'inflation enregistrés au cours de la période, une décision sera prise d'ici 1998 au sujet de la fourchette de variation de l'indice des prix qui sera compatible avec la stabilité des prix⁷.

De 1975 à 1982, la Banque du Canada a employé l'agrégat monétaire au sens étroit, M1, comme cible intermédiaire. Sous l'effet, principalement, des innovations introduites par les institutions financières, la demande de M1 est devenue beaucoup moins stable au début des années 80, de sorte que cet agrégat a cessé de servir de cible en novembre 1982. Depuis cette date, la Banque du Canada mène sa politique sans cible intermédiaire.

Pendant nombre d'années, le taux d'intérêt à court terme a constitué la cible opérationnelle des autorités monétaires. Plus récemment, l'indice des conditions monétaires (ICM), qui combine le taux d'intérêt à court terme et le taux de change, est devenu la cible opérationnelle de la banque centrale. Nous examinerons dans le détail, à la section suivante, les raisons qui ont

motivé le choix de l'ICM ainsi que la manière dont cet indice est élaboré et émettons quelques mises en garde concernant son utilisation.

Les variations du volume des encaisses de règlement que la Banque du Canada met à la disposition des institutions financières qui participent directement à la compensation (les «adhérents» de l'Association canadienne des paiements) sont le principal instrument qu'elle utilise pour influencer sur les conditions monétaires⁸. De temps à autre, la Banque recourt également aux prises en pension spéciales et aux cessions en pension pour agir sur le taux à un jour, de même qu'à des achats ou à des ventes de bons du Trésor sur le marché pour influencer sur les taux d'intérêt à trois mois⁹.

Pour comprendre le rôle des indicateurs dans la politique monétaire canadienne, il convient d'examiner d'un peu plus près la manière dont celle-ci est menée. Le principal point à signaler est que les mesures prises par la Banque du Canada visent à amener le taux d'inflation à se situer dans la fourchette cible dans un délai de six à huit trimestres. Le caractère prospectif de la politique monétaire s'explique, bien entendu, par l'existence des décalages importants (et variables) qui séparent les interventions des autorités monétaires (c.-à-d. les modifications du réglage de l'instrument) de leurs effets sur le taux d'inflation¹⁰.

8. Plus précisément, les modifications de l'offre d'encaisses de règlement influent initialement sur le taux d'intérêt à un jour. Les variations de ce taux se répercutent à leur tour sur les taux d'intérêt à court terme et le taux de change, modifiant ainsi les conditions monétaires.

9. Il n'est pas nécessaire, aux fins du présent exposé, de fournir plus de détails sur les liens unissant les instruments de la Banque du Canada à la cible opérationnelle. Pour en savoir plus long sur cet aspect de la mise en œuvre de la politique monétaire, voir les articles de Clinton et de Montador reproduits dans la présente publication.

10. La Banque du Canada a adopté un cadre dans lequel la politique monétaire agit par l'entremise d'un mécanisme de transmission de type traditionnel. Pour plus de détails, voir l'article de Duguay dans la présente publication.

7. Pour une analyse plus approfondie des résultats obtenus à l'aide des cibles de réduction de l'inflation, voir Freedman (1994).

Même dans les modèles théoriques simples, il est habituellement impossible d'obtenir la stabilité des prix ou un taux d'inflation donné à chaque trimestre, ou, si l'on y parvient, l'instrument de la politique monétaire devient instable. C'est la difficulté d'atteindre un taux d'inflation précis à court terme qui explique la décision de fixer la première balise du programme de réduction de l'inflation à la fin de 1992, soit 22 mois après son annonce. De plus, dans une note d'information publiée au moment où les cibles ont été annoncées, il était expressément indiqué que l'on ne pouvait s'attendre à ce que les mesures de politique monétaire neutralisent immédiatement les effets produits sur l'inflation par des mouvements inattendus de la demande ou de l'offre de biens et de services. Les mesures de politique monétaire mettraient plutôt en branle un processus d'ajustement qui, avec le temps, ramènerait le taux de l'inflation tendancielle sur la trajectoire visée.

Étant donné le caractère prospectif de la politique monétaire, les projections et les indicateurs ont de toute évidence un rôle important à jouer. De fait, le personnel de la Banque du Canada prépare un ensemble de projections, de réévaluations et de mises à jour tout au long de l'année pour un horizon qui va de deux trimestres à sept ans¹¹. Les projections sont élaborées à partir d'un modèle formel auquel sont également incorporés les avis des spécialistes sectoriels. L'apport de ces derniers est décisif dans les prévisions à court terme, le modèle lui-même jouant un plus grand rôle dans les prévisions à moyen et long terme ainsi que dans la simulation de scénarios de rechange.

Tous les facteurs qui agissent sur la demande et l'offre globales influent, de manière directe ou

indirecte, sur la projection du taux d'inflation. Les éléments qui entrent directement dans le processus de détermination des prix sont l'écart de production actuel et projeté, le taux d'inflation anticipé (qui dépend en partie de l'inflation passée et en partie d'indicateurs prospectifs), les impôts indirects et le taux de change. Il reste à voir si les deux derniers éléments, ainsi que d'autres chocs s'exerçant sur l'offre (par exemple les variations des prix de l'énergie), influencent le niveau des prix ou le taux d'inflation. Si ces chocs se répercutent uniquement sur le niveau des prix et non sur le processus d'inflation, ils n'exercent qu'une incidence passagère sur le taux d'inflation et, par conséquent, ne comptent pas autant, au delà du court terme, que des facteurs plus fondamentaux comme la marge cumulative de ressources inutilisées dans l'économie¹².

Aux facteurs qui entrent directement dans la projection des taux futurs d'inflation à l'aide du modèle s'ajoutent un certain nombre d'autres variables, dont l'évolution est suivie de près en raison de leur valeur informative. Par exemple, certaines mesures salariales peuvent aider à analyser l'intensité des tensions inflationnistes dans l'économie. Les données relatives aux augmentations de salaires négociées sont très précieuses à cet égard, car elles sont de nature essentiellement prospectives (encore que les augmentations puissent également comporter un élément rétrospectif de rattrapage).

La Banque du Canada fait aussi largement appel aux agrégats financiers pour analyser l'évolution actuelle et anticipée de l'économie. Elle étudie généralement leur comportement sous deux angles différents. Premièrement, elle

11. On trouvera dans l'article de Duguay et Poloz (reproduit dans le présent volume) une analyse détaillée du rôle que jouent les projections économiques dans le processus de décision.

12. Une autre question irrésolue concerne la linéarité ou non-linéarité de la réaction de l'inflation aux chocs de demande. Voir dans Laxton, Rose et Tetlow (1993) un exposé de la thèse selon laquelle l'inflation réagit plus fortement et plus rapidement à un excédent de la demande qu'à un excédent de l'offre.

cherche à établir s'ils augmentent plus rapidement (plus lentement) que ne le laisse présager leur fonction de demande. Cela pourrait signaler soit une croissance plus rapide (plus lente) de la dépense nominale qu'on ne s'y attend, soit une modification de la relation qui existe entre les agrégats financiers et leurs déterminants. C'est aux spécialistes du secteur financier qu'il appartient en gros de déterminer laquelle des deux hypothèses est la plus probable. Deuxièmement, la Banque utilise des modèles astructurels – et ce, davantage depuis quelques années – qui rattachent les agrégats financiers à d'autres variables situées en aval dans le processus de transmission de la politique monétaire. Ainsi, M1 réel s'est révélé un bon indicateur de la croissance de la production un ou deux trimestres à l'avance. De même, les agrégats monétaires au sens large (comme M2 et M2+) sont de bons indicateurs avancés de l'inflation à court terme¹³. En outre, des recherches récentes indiquent que M2+ et des agrégats monétaires encore plus larges peuvent servir à la prévision du taux d'inflation de quatre à huit trimestres à l'avance. Ce pouvoir de prévision, s'il est confirmé par d'autres travaux, rendrait ces agrégats extrêmement utiles, étant donné que les mesures de politique monétaire cherchent à influencer le taux d'inflation qui s'établira quatre à huit trimestres plus tard¹⁴.

Tout en présentant un intérêt intrinsèque, ces indicateurs avancés fournissent des projections de rechange à court terme dont peuvent tenir compte les spécialistes sectoriels au moment

13. Muller (1992) résume les recherches effectuées à la Banque du Canada sur l'utilité des agrégats financiers à titre d'indicateurs avancés. Nous examinons aussi, depuis peu, l'utilité que pourraient présenter les écarts de taux d'intérêt (en particulier l'écart entre les taux courts et longs) à titre d'indicateurs avancés de la production. Voir Cozier et Tkacz (1994) à ce sujet.

14. Les agrégats du crédit se sont généralement avérés moins aptes que les agrégats monétaires à servir d'indicateurs de l'évolution future de la production et de l'inflation. Muller (1992) traite à fond de cette question.

d'établir des prévisions à partir du modèle. Ils permettent en outre de vérifier par recoupements les projections du personnel et, ainsi, de déceler rapidement les erreurs entachant celles-ci.

L'UTILISATION DE L'INDICE DES CONDITIONS MONÉTAIRES À TITRE DE CIBLE OPÉRATIONNELLE

Le rôle de la cible opérationnelle

Comme nous venons de l'expliquer, les autorités canadiennes mettent à contribution toute une série de sources susceptibles de les renseigner sur l'évolution de la demande et de l'offre dans l'économie et leurs conséquences inflationnistes à court et à moyen terme. Elles prennent aussi pour cible le taux d'inflation qui s'établira six à huit trimestres plus tard.

Pour atteindre cette cible, il peut se révéler nécessaire, compte tenu des tensions inflationnistes anticipées, de modifier le réglage des instruments de la politique monétaire au cours de cette période. Au lieu d'essayer d'établir un sentier d'évolution pour l'instrument lui-même (c.-à-d. les variations du bilan de la Banque du Canada), il est beaucoup plus commode et utile de définir une trajectoire provisoire pour l'évolution de la cible opérationnelle au cours de la période visée qui serait compatible avec la réalisation du taux d'inflation désiré. Cela est surtout dû au fait que le modèle macroéconomique standard rattache l'évolution de la demande globale et de l'inflation aux variations des taux d'intérêt et du taux de change, et non directement aux modifications de l'instrument de politique monétaire. De plus, en raison de la relation complexe qui existe, dans le système canadien,

entre l'instrument et la cible opérationnelle, il est vain de tenter d'établir un sentier d'évolution pour la variable qui sert d'instrument au delà du très court terme.

Pour la plupart des banques centrales, comme pour la Banque du Canada jusqu'à il y a quelques années, la cible opérationnelle de la politique monétaire est le taux d'intérêt à court terme. Par conséquent, conformément à l'analyse exposée ci-dessus, le personnel de la banque centrale calculerait un sentier d'évolution souhaité pour le taux d'intérêt à court terme (ainsi que pour de nombreuses autres variables, dont le taux de change) qui serait compatible avec la réalisation de la cible ultime¹⁵ si le comportement des variables prédéterminées se révélait conforme aux projections et si la relation prise pour hypothèse entre la cible opérationnelle et la cible ultime pour établir le sentier d'évolution s'avérait exacte. En pratique, du fait de ces conditions, la trajectoire visée pour le taux d'intérêt à court terme n'était pas prise au pied de la lettre par la direction de la banque centrale. Cependant, le processus mis en œuvre pour la calculer fournissait une base utile pour l'examen de la politique monétaire et un point de référence pour l'évaluation des conséquences de facteurs économiques imprévus. Les projections offraient aussi un cadre de réexamen des taux d'intérêt à la lumière de ces facteurs nouveaux.

Lorsque le système subissait un choc (ou tout simplement lorsqu'on changeait d'avis au sujet de la situation économique), la banque centrale prenait des mesures pour modifier le sentier d'évolution de la cible opérationnelle de manière à contrecarrer l'effet du choc sur la cible ultime. L'ampleur de la modification nécessaire était déterminée par la direction de la banque, qui appuyait sa décision à la fois sur les résultats du

modèle et sur sa propre évaluation de la situation. Les effets du choc – ainsi que ceux des mesures prises en réaction à celui-ci – sur toute une série de variables étaient suivis de très près, et d'autres changements étaient apportés au besoin à la cible opérationnelle. Bien entendu, le processus était loin d'être machinal. Les chocs n'étaient généralement pas des événements clairement délimités dont on pouvait calculer avec précision l'incidence sur la demande globale et sur les tensions inflationnistes. Il était donc impossible de calculer de manière précise la modification à apporter à la cible opérationnelle pour neutraliser l'effet du choc¹⁶.

Ainsi, par exemple, pendant la deuxième moitié des années 80, la Banque du Canada (comme à peu près tous les autres organismes de prévision) a sous-estimé la vigueur de la demande globale dans l'économie canadienne. À mesure qu'on disposait de nouvelles informations révélant l'existence d'une demande plus forte qu'on l'avait pensé jusque-là, la politique monétaire a été graduellement resserrée. Par conséquent, au lieu d'assister à une augmentation ponctuelle des taux d'intérêt pour contrecarrer l'effet d'un choc déterminé, on a observé une série de hausses des taux d'intérêt (entrecoupées de périodes de répit) qui reflétaient la réinterprétation périodique qui était faite de la vigueur de la demande globale et de l'intensité des pressions inflationnistes. Un scénario analogue s'est produit pendant la phase descendante du cycle, au début des années 90, l'économie s'avérant plus anémique et plus désinflationniste que la Banque du Canada ou les

15. Si la banque centrale axait plutôt son action sur une cible intermédiaire, cette dernière remplaçait la cible ultime dans l'établissement du sentier d'évolution de la cible opérationnelle.

16. Ce manque de précision était évidemment amplifié par l'incertitude entourant les liens exacts qui existaient entre les variations de la cible opérationnelle et celles de la demande globale et des tensions inflationnistes.

prévisionnistes du secteur privé ne l'avaient prévu¹⁷.

Les raisons motivant l'utilisation d'un indice des conditions monétaires

Comme il a déjà été mentionné, la cible opérationnelle de la Banque du Canada a été pendant longtemps le taux d'intérêt à court terme. Il y a plusieurs années, cependant, la Banque a commencé à privilégier une conception plus large des conditions monétaires à titre de cible opérationnelle, qui tenait compte à la fois du taux d'intérêt à court terme et du taux de change. La prise en compte du taux de change obéissait à deux raisons principales. Premièrement, en régime de taux de change flottants, la politique monétaire opère par deux canaux : le taux d'intérêt et le taux de change. Étant donné que les variations relatives de ces deux variables dépendent des réactions des marchés aux mesures prises par la banque centrale, elles peuvent différer de manière appréciable selon les circonstances. Deuxièmement, si le taux de change subit des chocs exogènes, les mesures de politique monétaire devraient généralement chercher à en neutraliser les effets sur la demande globale.

La meilleure façon d'illustrer comment l'indice des conditions monétaires (ICM) aide à saisir les effets tant des taux d'intérêt à court terme que du taux de change dans le processus de transmission de la politique monétaire consiste à se représenter un choc de demande globale, qui entraîne une modification de la trajectoire visée

17. Tant durant les phases ascendantes que durant les phases descendantes du cycle des taux d'intérêt, la Banque du Canada a aussi agi de manière à atténuer les variations des taux à court terme. Elle a notamment jugé nécessaire, en période de diminution des taux d'intérêt, de prendre des mesures propres à accroître la probabilité que la baisse des taux d'intérêt à court terme soit durable et se répercute sur tout l'éventail des taux.

pour la variable servant de cible opérationnelle et oblige la banque centrale à intervenir pour atteindre la nouvelle trajectoire. Supposons par exemple que la banque centrale, face à un choc de demande de nature expansionniste, juge que les conditions monétaires devraient évoluer de manière à moins stimuler l'économie. Normalement, les mesures restrictives prises à la suite de la décision de resserrer les conditions monétaires provoqueraient à la fois une hausse des taux d'intérêt à court terme et une appréciation de la monnaie nationale. Les proportions respectives dans lesquelles ces mesures¹⁸ se répercuteraient sur les taux d'intérêt à court terme et sur le taux de change seraient déterminées par les marchés, en fonction de facteurs tels que la durée de la période où, selon les marchés, les taux d'intérêt plus élevés se maintiendraient et la sensibilité des variations du taux de change attendu aux fluctuations observées du taux de change.

Si, par exemple, les taux d'intérêt à court terme augmentent de 1 point de pourcentage et que l'on s'attend à ce qu'ils se maintiennent à ce niveau durant un trimestre, et si le taux de change anticipé reste inchangé, le taux de change observé s'appréciera de 0,25 %¹⁹. En réalité, bien sûr, la durée du maintien de la hausse des taux d'intérêt est extrêmement incertaine. De plus, le taux de change anticipé a tendance à s'ajuster aux variations du taux de change

18. Dans le cas du Canada, la banque centrale réduirait le volume des encaisses de règlement mises à la disposition des institutions financières participant directement à la compensation, ce qui aurait un effet direct sur le taux d'intérêt à un jour et se répercuterait ensuite sur les taux d'intérêt à court terme et le taux de change. Ce type de mesure équivaut à réduire l'offre de réserves dans un système où les institutions financières doivent maintenir des réserves minimales. Au Canada, ces exigences en matière de réserve sont en train d'être progressivement éliminées et auront complètement disparu au milieu de 1994.

19. Les acheteurs d'avois libellés en monnaie nationale bénéficieraient ainsi d'un taux d'intérêt plus élevé, mais subirait une perte équivalente au titre de la dépréciation anticipée.

observé. Par conséquent, la réaction du taux de change à une modification des taux d'intérêt peut varier considérablement.

Les mesures de resserrement prises par la banque centrale pourraient donc se traduire par une légère majoration des taux d'intérêt et une forte appréciation de la monnaie nationale, ou encore par un important relèvement des taux d'intérêt et une faible hausse du taux de change. Ces deux résultats auraient certes, globalement, des effets similaires sur la demande globale, mais le premier toucherait principalement le secteur sensible au taux de change (c.-à-d. les biens faisant l'objet d'échanges internationaux), tandis que le second toucherait surtout le secteur sensible aux taux d'intérêt (investissements en machines et matériel, bâtiment et achats de biens de consommation durables)²⁰. Si la banque centrale s'attachait uniquement à suivre les variations des taux d'intérêt, elle risquerait de prendre des mesures trop restrictives dans les cas où son action se répercute initialement davantage sur le taux de change que sur les taux d'intérêt, puisqu'elle ne tiendrait alors pas suffisamment compte des pressions à la baisse exercées par l'appréciation de la monnaie nationale sur la demande globale. En retenant une combinaison des variations des taux d'intérêt et du taux de change, la banque centrale peut éviter en principe l'erreur qui consisterait à stimuler ou à freiner exagérément l'économie du fait qu'elle néglige l'un des deux principaux canaux de transmission de la politique monétaire²¹.

L'indice des conditions monétaires se révèle également utile lorsque le taux de change est soumis à un choc exogène. Dans ce cas, le sentier d'évolution visé pour les conditions monétaires reste par hypothèse inchangé, tandis que l'ICM se modifie sous l'effet du choc. Supposons par exemple que, pour des raisons politiques, la monnaie du pays considéré ne suscite plus la confiance et qu'elle subit une forte dépréciation parce que les investisseurs cherchent à se débarrasser des actifs libellés dans cette monnaie. La dépréciation a, en soi, un effet expansionniste. Si la banque centrale était auparavant satisfaite du niveau des conditions monétaires dans l'économie, elle est désormais confrontée à une situation trop expansionniste à son gré, ce qui l'oblige à prendre des mesures pour ramener les conditions monétaires à leur niveau antérieur. Si la banque utilise un indice des conditions monétaires, la nécessité de resserrer ces dernières apparaîtra immédiatement, puisque l'indice révélera l'assouplissement découlant de la dépréciation de la monnaie²². En l'absence d'un tel indice, il y aurait plus de risques que la banque centrale ne prenne pas en temps opportun les mesures nécessaires pour compenser l'incidence expansionniste de la dépréciation et que, donc, les conditions monétaires s'assouplissent trop en attendant que le personnel de la banque procède à une évaluation plus complète de l'évolution du taux de change dans le cadre de la projection économique suivante.

Il ne faut pas en conclure que la banque centrale ne réagirait jamais, lorsque les circonstances le commandent, à une variation exogène du taux de change. C'est plutôt qu'en l'absence d'un mécanisme signalant directement

20. Le temps de réaction de la dépense globale pourrait également différer.

21. Le risque d'erreur n'est bien sûr pas complètement écarté. L'évaluation des effets que les chocs ont sur la demande globale demeure difficile, tout comme l'évaluation de l'incidence précise qu'exercent sur la demande les variations des taux d'intérêt et du taux de change. Cependant, on élimine ainsi à tout le moins le risque d'erreur auquel on s'exposerait en ne tenant pas compte du canal de transmission de la politique monétaire constitué par le taux de change.

22. Le sens de la réaction des autorités (c.-à-d. un resserrement) sera le même que si la dépréciation se produisait sur un marché des changes agité et que les autorités veuillent rassurer ce dernier. L'ampleur de la variation des taux d'intérêt et la durée de la période de resserrement ne seront cependant généralement pas les mêmes.

la nécessité de compenser un relâchement des conditions monétaires lié à la dépréciation, elle mettrait vraisemblablement plus de temps à réagir.

Dans les deux cas décrits précédemment, où l'ICM permet d'accorder aux variations du taux de change l'importance qu'elles méritent, c'est dans l'intervalle qui sépare deux projections formelles que son utilité est la plus grande. On peut en effet supposer que le personnel évaluera convenablement l'effet d'une variation de change lors de la projection trimestrielle suivante. Dans l'intervalle séparant deux projections, toutefois, l'ICM rappelle constamment aux décideurs qu'il leur faut tenir compte des variations du taux de change lorsqu'ils envisagent de modifier les taux d'intérêt à court terme²³.

L'élaboration de l'ICM

L'ICM est une combinaison du taux d'intérêt à court terme et du taux de change, diminués de leur valeur au cours d'une période de base ou de référence. Il mesure donc le degré d'assouplissement ou de resserrement des conditions monétaires à partir d'une date fixée de façon arbitraire. Il ne faut par conséquent attacher aucune importance particulière au niveau de l'ICM, puisque celui-ci est par définition une variation par rapport à une date de référence.

On peut concevoir diverses manières d'élaborer l'ICM. Ainsi, il peut être construit de façon à mesurer l'effet que les variations du taux d'intérêt et du taux de change produisent soit sur la demande globale, soit sur les prix. Il peut aussi être établi en termes réels ou en termes nominaux. Considérons d'abord un ICM en termes réels qui reflète les effets des variations des taux d'intérêt et du taux de change sur la demande globale. Cette version de l'ICM est la

somme pondérée de la variation (en points de pourcentage) du taux d'intérêt réel à court terme (défini, pour les besoins de la présente mesure, comme le taux du papier commercial à trois mois diminué du taux d'inflation anticipé durant les trois mois en question)²⁴ par rapport à la période de base et de la variation en pourcentage du taux de change réel effectif par rapport à la même période²⁵. Il convient de signaler l'utilisation, dans le calcul, de la variation *en points de pourcentage* du taux d'intérêt et de la variation *en pourcentage* du taux de change, en raison de la manière différente dont les deux composantes de l'ICM influent sur la demande globale.

Le poids relatif des composantes de l'ICM repose sur un certain nombre d'études empiriques visant à estimer l'effet, sur une période allant de six à huit trimestres, des variations des taux d'intérêt réels et du taux de change réel sur la demande globale réelle²⁶. Pour établir ces pondérations, on a eu recours à des modèles structurels, à des modèles vectoriels autorégressifs (VAR) et à des modèles à forme réduite. Bien que ces modèles donnent des résultats très différents quant à l'ampleur, en termes absolus, des effets des variations des taux d'intérêt et du taux de change sur la demande

24. Il existe évidemment bien des façons de mesurer l'inflation anticipée. À l'heure actuelle, la Banque du Canada se sert, dans l'élaboration de l'ICM, d'une mesure établie à l'aide d'un modèle, laquelle comporte une composante rétrospective et une composante prospective.

25. À noter que ce n'est pas le taux de change bilatéral, mais le taux de change effectif ou multilatéral qui entre dans le calcul. C'est ce taux qu'il convient de retenir, puisqu'il reflète les variations du dollar canadien par rapport aux monnaies des principaux partenaires commerciaux du Canada, ces variations étant pondérées par l'importance relative de ces pays dans notre commerce extérieur. (Le dollar américain est affecté d'une pondération d'environ 0,82.)

26. L'évolution des taux d'intérêt réels et du taux de change réel n'a pas été, au cours de la période d'estimation, colinéaire à un point qui empêchait d'en évaluer séparément les effets sur la demande globale. De fait, le coefficient de corrélation des variations des moyennes trimestrielles des deux variables a été de -0,22 sur l'ensemble de la période 1980-1993.

23. L'ICM serait encore plus utile dans les pays où les projections sont établies à intervalle moins fréquent qu'au Canada.

globale, ils produisent des résultats assez analogues en ce qui concerne l'ampleur relative de ces effets. En gros, il semble exister un rapport d'environ un à trois entre ces effets. C'est-à-dire qu'une variation d'un point de pourcentage (100 points de base) du taux d'intérêt réel exerce à peu près le même effet sur la demande globale réelle au fil du temps qu'une variation de 3 % du taux de change réel effectif²⁷.

L'unité de mesure choisie étant la variation du taux d'intérêt réel, la version de l'ICM que nous venons de décrire se définit ainsi :

$$\text{ICM} = [\text{taux d'intérêt réel} - \text{taux d'intérêt réel de la période de base}] + (1/3) [(\text{indice du taux de change réel effectif}/\text{indice du taux de change réel effectif de la période de base}) - 1] (100)$$

L'interprétation la plus simple de l'ICM consiste donc à y voir la variation en points de pourcentage des taux d'intérêt réels qui équivaut à la variation combinée des taux d'intérêt réels et du taux de change réel depuis la période de base²⁸. En outre, comme l'ICM est toujours mesuré par rapport à une période de base, la soustraction des valeurs prises par l'ICM en deux moments distincts permet de mesurer le degré de resserrement ou d'assouplissement des conditions monétaires dans l'intervalle.

En pratique, la Banque du Canada attache beaucoup plus d'importance à l'ICM nominal qu'à l'ICM réel dans le court terme²⁹. Cela est dû principalement au fait que le second n'est pas disponible aussi rapidement que le premier, car il faut connaître l'évolution des prix chez les principaux partenaires commerciaux du Canada pour calculer le taux de change réel effectif. De

plus, aux horizons relativement courts sur lesquels l'ICM est le plus utile (c.-à-d. entre deux projections trimestrielles)³⁰, l'ICM nominal rend presque autant de services que l'ICM réel, puisque les indices de prix qui entrent dans ce dernier évoluent de façon beaucoup plus graduelle que les taux d'intérêt nominaux et le taux de change nominal. Par conséquent, même si l'ICM réel et l'ICM nominal peuvent diverger avec le temps, ces deux grandeurs ont tendance à évoluer de la même manière à court terme (Figure 1). Le coefficient de corrélation des moyennes trimestrielles, en niveau, de l'ICM réel et de l'ICM nominal sur l'ensemble de la période allant du premier trimestre de 1980 au dernier trimestre de 1993 est de 0,74, tandis que le coefficient de corrélation des variations des moyennes trimestrielles des deux séries, pendant la même période, est de 0,88.

Les deux versions de l'ICM dont il a été question jusqu'ici reflètent l'incidence relative, à moyen terme, des fluctuations des taux d'intérêt à court terme et du taux de change effectif sur la demande globale réelle. Une autre approche consiste à s'intéresser aux effets qu'aura l'évolution de ces deux variables sur celle des prix six à huit trimestres plus tard. Comme le taux de change a un effet direct sur les prix, outre l'effet indirect qu'il exerce par le jeu de la demande globale, son importance relative est plus grande lorsqu'on s'attache davantage aux variations des prix qu'à celles de la demande globale. Empiriquement, l'estimation la plus juste du poids du taux de change par rapport aux taux d'intérêt dans ce cas est de 1 pour 2, plutôt

27. Voir Duguay (1994).

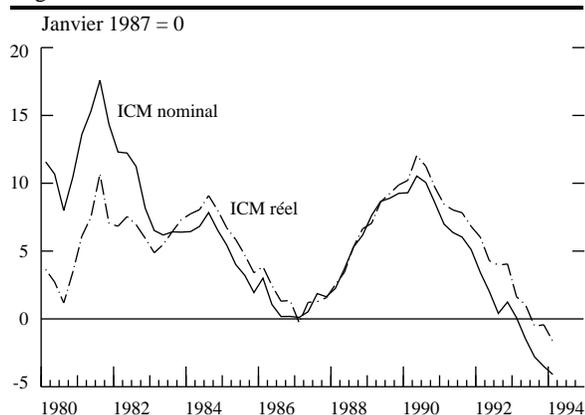
28. On peut envisager d'autres formulations, mais il est tentant, sur le plan intuitif, d'interpréter l'ICM comme une variation équivalente des taux d'intérêt.

29. À un horizon plus éloigné, il serait préférable d'utiliser l'ICM réel pour analyser les mesures de politique monétaire.

30. Le sentier d'évolution visé pour l'ICM est également calculé dans le cadre des projections à moyen terme. C'est ce sentier qui sert de base pour évaluer l'évolution des conditions monétaires entre deux projections. Naturellement, comme nous l'avons déjà indiqué, la probabilité de commettre une erreur si l'on fait fi des effets des variations du taux de change sur la demande globale est plus faible lors de l'établissement d'une projection que pendant l'intervalle séparant deux projections.

que de 1 pour 3 comme dans le cas précédent. C'est-à-dire qu'une variation de 2 % du taux de change réel effectif a la même incidence sur les prix qu'une variation d'un point de pourcentage des taux d'intérêt réels. Là encore, l'ICM peut être exprimé sous forme de variations, par rapport à la période de base, des taux d'intérêt et du taux de change mesurés en termes réels ou en termes nominaux

Figure 1 Indice des conditions monétaires



Dans quel cas choisirait-on l'ICM fondé sur la mesure des effets relatifs sur la demande globale et dans quel autre l'ICM fondé sur celle des effets relatifs sur les prix? Au Canada, nous avons tendance à nous intéresser davantage au premier parce que c'est l'écart de production, de même que l'inflation anticipée, qui est la principale source des augmentations et des diminutions des tensions inflationnistes et que ce sont les variations de la demande globale qui déterminent au premier chef l'évolution de l'écart de production. Bien entendu, comme nous venons de l'indiquer, les variations du taux de change se répercutent aussi de façon directe sur le niveau des prix, mais il est peu probable que ces effets dégénèrent en une spirale des salaires et des prix à moins qu'ils ne se manifestent à un moment où les anticipations

d'inflation sont déjà fortes. Nous faisons donc une distinction entre les facteurs qui ont un effet ponctuel sur les prix et ceux qui influent sur le processus d'inflation.

Cela dit, il convient de ne pas accorder une importance exagérée à cette distinction. Il y a des circonstances où les marchés ont du mal à démêler l'effet ponctuel sur le niveau des prix du taux d'inflation proprement dit. Il reste que, aux fins d'analyse, nous utilisons l'ICM fondé sur la demande globale et, au besoin, tenons compte de l'incidence directe des variations du taux de change sur les prix.

Quelques mises en garde au sujet de l'utilisation de l'ICM

Comme tous les outils d'aide à la décision, l'ICM doit être utilisé avec précaution et ne pas être manié de façon machinale. Il existe en outre un certain nombre de raisons précises pour lesquelles la prudence est de mise dans l'emploi de l'ICM.

1) Bien que, sur le plan conceptuel, l'ICM représente une cible opérationnelle supérieure aux taux d'intérêt à court terme pour les autorités monétaires, il demeure une cible opérationnelle et ne doit absolument pas être considéré comme un indicateur fondamental de l'orientation de la politique monétaire. D'une part, ni le taux d'intérêt ni l'ICM ne peuvent servir de point d'ancrage nominal au système. D'autre part, c'est au rythme d'expansion monétaire et à l'influence qu'il exerce sur l'inflation que les autorités s'intéressent en définitive.

2) À très court terme, il ne faut pas céder à la tentation d'utiliser l'ICM de façon trop machinale – c'est-à-dire que la banque centrale ne doit pas s'efforcer, au jour le jour, de ramener l'ICM à un niveau précis au moindre sursaut du taux de change. En premier lieu, il ne faut pas considérer la cible opérationnelle choisie pour

l'ICM comme une mesure très précise, compte tenu de l'incertitude qui entoure l'évaluation de la situation économique et les liens entre les variations de l'ICM et l'évolution de la demande globale ou de l'inflation. En second lieu, le taux de change peut être très volatil d'une journée à l'autre, auquel cas il ne serait pas indiqué d'essayer de compenser l'effet des moindres variations du taux de change sur l'ICM en modifiant les taux d'intérêt à court terme. C'est uniquement lorsqu'une nouvelle fourchette de variation de la valeur de la monnaie nationale s'impose sur le marché et que le taux de change semble devoir y demeurer un certain temps que de telles mesures compensatoires seraient prises.

3) Il peut arriver que la banque centrale ne puisse, dans le très court terme, s'efforcer d'atteindre le niveau souhaité de l'ICM parce qu'il lui faut chercher à stabiliser les marchés. Supposons par exemple que la confiance placée dans le dollar canadien chute de façon marquée et que notre monnaie commence à se déprécier d'une manière propre à susciter des extrapolations et un effet de boule de neige. Pour aider à stabiliser les attentes sur les marchés, la banque centrale pourrait bien avoir à favoriser (ou à cautionner) une majoration des taux d'intérêt à court terme beaucoup plus forte que la hausse nécessaire pour faire contrepoids aux effets de la dépréciation du taux de change sur l'ICM. Avec le temps, bien entendu, lorsque les anticipations d'un nouveau fléchissement de la monnaie se seraient dissipées, les taux à court terme pourraient redescendre à des niveaux plus compatibles avec l'ICM souhaité.

4) Deux exemples ont été cités précédemment pour justifier l'utilisation de l'ICM comme cible opérationnelle dans la conduite de la politique monétaire. Dans le premier, un choc expansionniste de la demande entraînait un resserrement des conditions

monétaires souhaitées mais laissait les conditions effectives inchangées, ce qui obligeait la banque centrale à prendre des mesures restrictives. Dans le second, le choc (un changement d'attitude des marchés à l'égard de la monnaie nationale) se traduisait par un assouplissement des conditions monétaires effectives, alors que les conditions monétaires souhaitées ne variaient pas. La banque centrale se trouvait là encore obligée de prendre des mesures restrictives. Il arrive également qu'un choc amène les conditions monétaires effectives et souhaitées à varier dans le même sens. La banque centrale n'aurait alors pas à intervenir ou si peu.

On peut citer deux exemples particulièrement intéressants à cet égard. Lorsque les prix mondiaux des matières premières augmentent, leur hausse constitue un choc expansionniste pour l'économie canadienne et s'accompagne généralement d'une appréciation du dollar canadien. Cette amélioration des termes de l'échange a habituellement des effets directs sur l'emploi et les bénéfices dans le secteur des ressources naturelles. Elle produit aussi des effets indirects non négligeables sur l'économie, la hausse des prix des matières premières se répercutant sur les fournisseurs de ce secteur et favorisant, de façon plus générale, une hausse des salaires réels et une amélioration globale de la conjoncture économique. En pareil cas, il est bon que le taux de change réel augmente (à la fois parce que le taux de change réel d'équilibre s'apprécie parallèlement à l'amélioration des termes de l'échange et parce que cette appréciation contribue à étouffer les tensions inflationnistes provoquées par la hausse des prix). Par conséquent, l'augmentation observée de l'ICM (liée à l'appréciation du dollar canadien) s'accompagnerait d'un relèvement du sentier d'évolution souhaité ou visé pour l'ICM. Bien entendu, la hausse du niveau désiré de l'ICM consécutive à

l'amélioration des termes de l'échange pourrait bien ne pas être parfaitement identique à celle de l'ICM observé que produirait le marché. Un nouvel ajustement de l'ICM observé pourrait donc se révéler nécessaire. La principale leçon à retenir est toutefois claire : la hausse de l'ICM observé dans une situation de ce genre a pour corollaire une augmentation de l'ICM souhaité ou visé, de sorte que la banque centrale n'est pas forcément tenue d'intervenir. On observerait le scénario inverse en cas de baisse des prix à l'exportation³¹.

L'ICM visé augmente aussi avec l'ICM observé lorsque le marché réagit directement à de nouvelles informations concernant la vigueur ou la faiblesse de la demande globale³². Supposons par exemple qu'un communiqué annonce que l'économie croît plus rapidement qu'on l'avait prévu. Ces dernières années, les annonces de ce genre ont eu tendance à entraîner des pressions à la hausse sur le taux de change, en partie à cause des risques accrus de relèvement des taux d'intérêt. Cependant, étant donné qu'une croissance plus rapide a tendance à faire monter l'ICM souhaité, il n'est pas forcément nécessaire, dans ce cas non plus, de réagir à l'augmentation de l'ICM. Il demeure que, comme dans le cas précédent, la variation de l'ICM observé sous l'effet des forces du marché pourrait ne pas être parfaitement identique à la hausse de l'ICM souhaité, d'où la nécessité d'un certain ajustement.

31. Les effets des termes de l'échange sur l'orientation de la politique monétaire dans une économie où l'on vise certains taux d'inflation sont étudiés de manière approfondie dans un article de Archer (1993). On trouvera une analyse empirique de l'incidence des variations des termes de l'échange sur le taux de change dans Amano et van Norden (1993).

32. On peut opposer cette situation au premier exemple traité précédemment, dans lequel le choc expansionniste ne s'accompagne pas de pressions sur le taux de change.

CONCLUSION

L'ICM s'est révélé un outil très utile, tant sur le plan conceptuel que dans la pratique, dans la conduite de la politique monétaire. Sa vertu essentielle est d'assurer la prise en considération des variations du taux de change dans les décisions des autorités monétaires. Il convient cependant de ne pas en exagérer l'importance. L'économie subit bien d'autres chocs que les variations du taux de change, dont il faut aussi tenir compte dans l'élaboration de la politique monétaire³³. Enfin, l'ICM doit être manié avec précaution comme le rappellent les précédentes mises en garde. Il reste que, bien utilisé, l'ICM peut aider les décideurs publics à mieux mener leur barque dans un monde caractérisé par de grandes incertitudes.

33. Par exemple, l'ICM ne tient pas explicitement compte, dans sa forme actuelle, de l'évolution des taux d'intérêt à long terme. Lorsque ces derniers se comportent de manière atypique, l'ICM souhaité devrait donc être modifié en conséquence.

BIBLIOGRAPHIE

- Amano, Robert et Simon van Norden (1993). «Une équation de prévision du taux de change Canada-États-Unis», *Taux de change et économie*, Actes d'un colloque tenu à la Banque du Canada les 22 et 23 juin 1992, Banque du Canada, Ottawa.
- Archer, David (1993). «Relative Prices, Inflation, the Terms of Trade and the Policy Targets Agreement», *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*, vol. 56, décembre, pp. 360-374.
- Banque du Canada (1990). *Rapport annuel du gouverneur*, pp. 13-15.
- Clinton, Kevin (1991). «La gestion des encaisses : principale technique employée par la Banque du Canada dans la conduite de la politique monétaire», article reproduit dans le présent volume.
- Cozier, Barry et Greg Tkacz (1994). «The Term Structure and Real Activity in Canada», document de travail n° 94-3, Banque du Canada, Ottawa.
- Crockett, Andrew (1994). «Rules Versus Discretion in Monetary Policy», *A Framework for Monetary Stability*, actes d'un colloque international, Financial and Monetary Policy Studies, vol. 27, sous la direction de J. Onno de Beaufort Wijnholds, de Sylvester C. W. Eijffinger et de Lex H. Hoogduin, Kluwer Academic Publishers, Dordrecht et Boston.
- Duguay, Pierre (1994). «Étude empirique du mécanisme de transmission de la politique monétaire au Canada : Une approche globale», article reproduit dans le présent volume.
- Duguay, Pierre et Stephen Poloz (1994). «Le rôle des projections économiques dans la formulation de la politique monétaire au Canada», article reproduit dans le présent volume.
- Freedman, Charles (1990). «Implementation of Monetary Policy», *Monetary Policy and Open Market Operations*, Reserve Bank of Australia, Sydney, pp. 27-49.
- Freedman, Charles (1994). «Formal Targets for Inflation Reduction: The Canadian Experience», *A Framework for Monetary Stability*, actes d'un colloque international, Financial and Monetary Policy Studies, vol. 27, sous la direction de J. Onno de Beaufort Wijnholds, de Sylvester C. W. Eijffinger et de Lex H. Hoogduin, Kluwer Academic Publishers, Dordrecht et Boston.
- Friedman, Benjamin M. (1990). «Targets and Instruments of Monetary Policy», *Handbook of Monetary Economics*, sous la direction de Benjamin M. Friedman et de Frank H. Hahn, North-Holland, Amsterdam et New York.
- Laxton, Douglas, David Rose et Robert Tetlow (1993). *Monetary Policy, Uncertainty and the Presumption of Linearity*, Rapport technique n° 63, Banque du Canada, Ottawa.
- McCallum, Bennett T. (1988). «Robustness Properties of a Rule for Monetary Policy», *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 29, automne, pp. 173-203.
- Montador, Bruce (1994). «La mise en œuvre de la politique monétaire au Canada», article reproduit dans le présent volume.
- Muller, Patrice (1992). «L'information véhiculée par les agrégats financiers au cours des années 80», *Séminaire sur les questions monétaires 1990*, Banque du Canada, Ottawa, pp. 211-336.
- Poole, William (1970). «Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, mai, pp. 197-216.

Le rôle des conditions monétaires et de l'indice des conditions monétaires dans la conduite de la politique

Charles Freedman

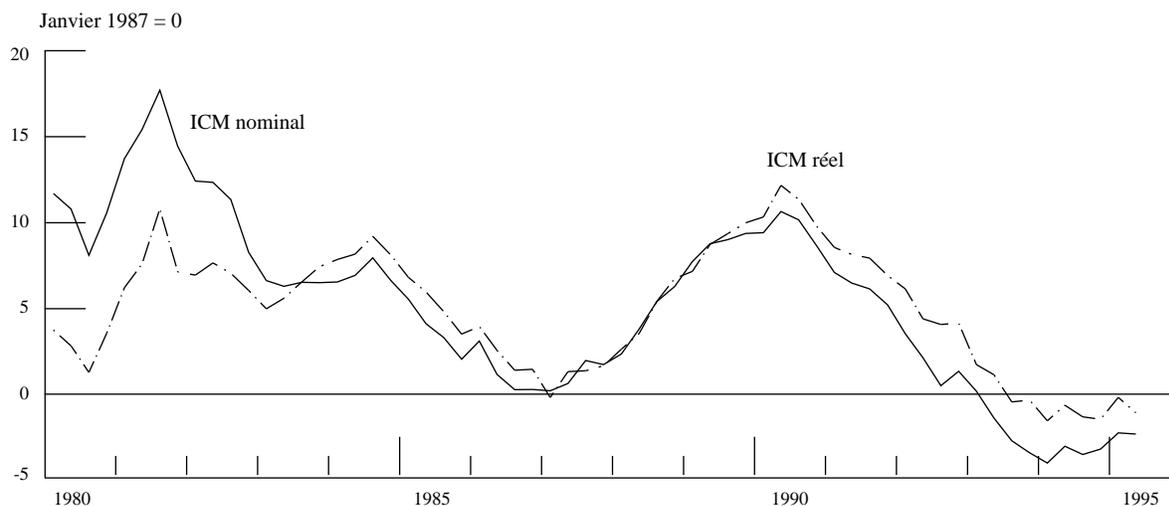
Au cours des dernières années, la Banque du Canada a utilisé le concept de conditions monétaires (une combinaison des variations qu'enregistrent les taux d'intérêt et le taux de change) comme cible opérationnelle dans la conduite de la politique monétaire sensiblement de la même manière qu'elle avait utilisé auparavant les taux d'intérêt à court terme. L'accent mis sur ce concept tient surtout au fait que, en régime de taux de change flottants, les mesures de politique monétaire opèrent par le jeu des taux d'intérêt et du taux de change. De fait, la réaction du marché à une mesure donnée de la banque centrale peut provoquer des variations fort différentes des deux variables selon les circonstances. La banque centrale privilégie aussi le concept de conditions monétaires parce que le taux de change est sujet à des chocs exogènes (par exemple un choc de confiance), auquel cas l'indice des conditions monétaires (ICM) montre clairement qu'il y a lieu de neutraliser l'incidence de tels chocs sur la demande globale¹.

Techniquement, l'indice des conditions monétaires est une combinaison des variations qu'enregistrent le taux d'intérêt à court terme (généralement le taux du papier commercial à 90 jours) et le taux de change pondéré en fonction des échanges commerciaux avec les autres pays du G-10, par rapport à une période de base choisie de façon arbitraire. Comme l'utilisation de l'indice vise à obtenir une estimation de l'effet des variations des deux variables sur la demande globale en longue période, les mesures particulières mises à contribution dans son calcul sont les variations en points de pourcentage des taux d'intérêt et la variation en pourcentage du taux de change, cette dernière recevant une pondération de 1/3. Cette pondération s'inspire de résultats d'études empiriques indiquant qu'une variation d'un point de pourcentage des taux d'intérêt a à peu près le même effet sur la demande globale au fil du temps qu'une variation de 3 % du taux de change. Ainsi, l'indice est calculé comme étant l'équivalent d'une variation en points de pourcentage des taux d'intérêt. Et même si l'ICM réel (fondé sur le taux d'intérêt et le taux de change réels) est la mesure pertinente sur le plan théorique, nous concentrons notre attention

Texte publié initialement à l'automne 1995 dans la Revue de la Banque du Canada

1. Pour une explication détaillée de l'ICM, voir l'article de Freedman qui précède celui-ci.

Graphique 1 Indice des conditions monétaires



sur l'ICM nominal (fondé sur le taux d'intérêt et le taux de change nominaux) pour les courtes périodes, où le recours à l'ICM est le plus utile. (Voir Graphiques 1 et 2.)

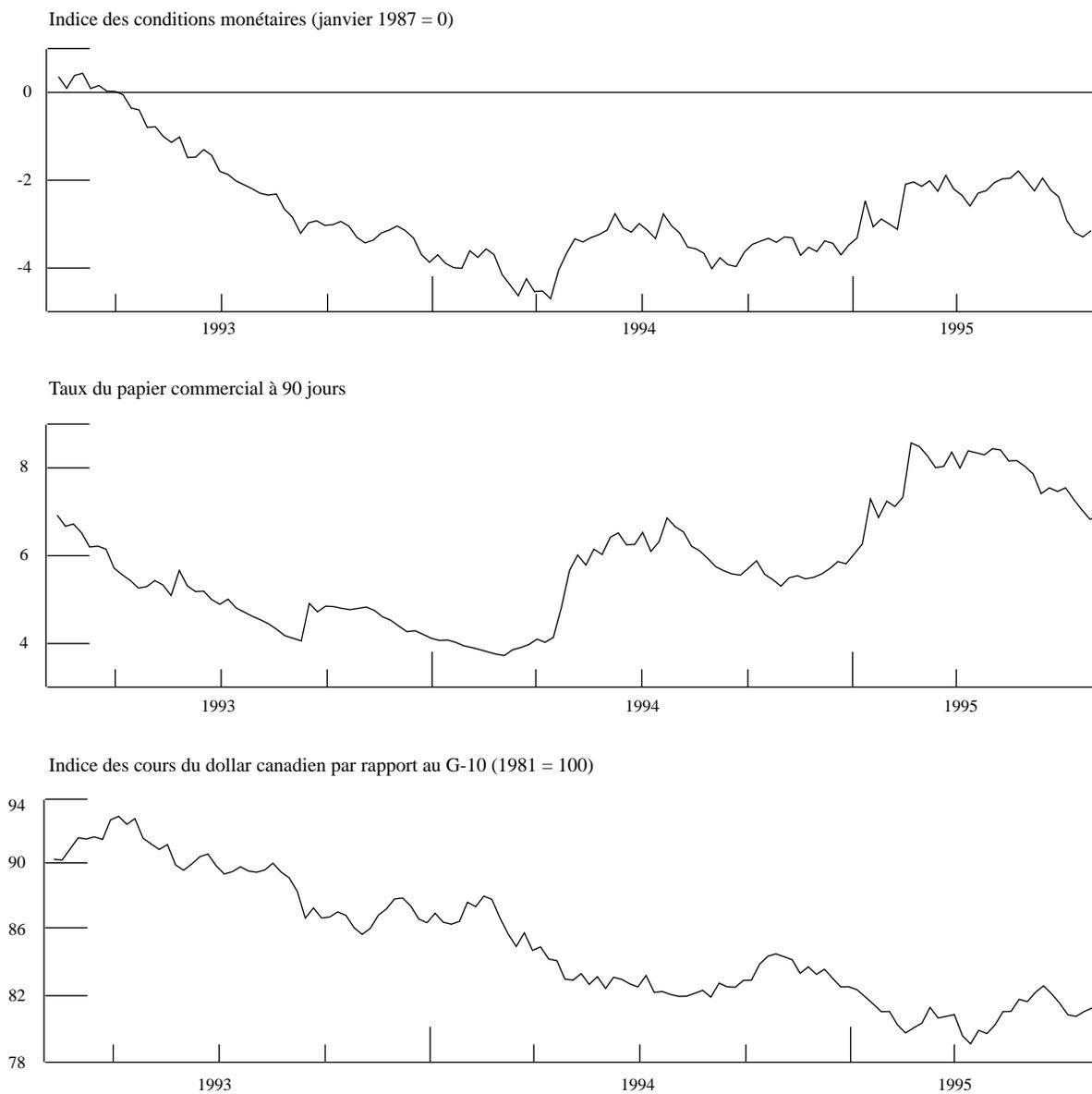
Permettez-moi maintenant de vous exposer le processus par lequel l'ICM s'insère dans le schéma de réflexion et d'action de la Banque. L'objectif de la politique monétaire pour les trois prochaines années environ est de maintenir le taux d'inflation dans une fourchette de 1 à 3 %. Les prévisions trimestrielles préparées par le personnel de la Banque du Canada tiennent compte de facteurs comme les fluctuations de variables étrangères et de variables internes exogènes ainsi que de la tendance de l'activité économique et établissent pour les conditions monétaires une trajectoire qui fera que de six à huit trimestres plus tard le taux d'inflation se situera dans la fourchette cible arrêtée par la Banque. Cela suppose que l'économie ne subit pas de chocs supplémentaires et que les relations que formalise le modèle traduisent assez fidèlement l'évolution de celle-ci. Cette

trajectoire peut être considérée comme celle qui est visée ou souhaitée pour les conditions monétaires. Le fait que l'analyse soit axée sur l'avenir est bien sûr lié aux délais assez longs qui s'écoulent entre le moment où la politique monétaire est mise en œuvre et celui où elle agit sur le taux d'inflation².

Je ne veux pas donner à penser que les prévisions concernant l'économie et l'inflation se font de façon machinale. Elles font appel à beaucoup de jugement, et leur cohérence avec les variables qui renferment des renseignements importants, comme le taux de croissance des agrégats monétaires, est soigneusement vérifiée. En outre, l'élaboration d'autres scénarios ou de «scénarios de risque» nous permet de juger dans quelle mesure les prévisions relatives à la production et à l'inflation et, par conséquent, la trajectoire souhaitée pour l'ICM réagissent aux diverses autres hypothèses concernant certaines variables clés. Les prévisions du personnel

2. Voir l'allocation de Gordon Thiessen (placée en tête du présent volume) pour une analyse détaillée de ces délais.

Graphique 2 L'indice des conditions monétaires et ses composantes



fournissent néanmoins à la Banque un précieux point de départ pour l'organisation de ses idées.

À mesure que de nouveaux renseignements se font jour, les idées changent de même que la trajectoire souhaitée pour l'ICM. Par exemple, comme nous l'avons signalé dans le premier *Rapport sur la politique monétaire* que la Banque a publié au début de mai, les ajustements à la hausse des perspectives économiques canadiennes en 1994 ont mené à une réévaluation périodique de la trajectoire désirée pour les conditions monétaires, ce qui s'est soldé par une trajectoire moins expansionniste (c'est-à-dire un resserrement des conditions monétaires). De façon plus générale, les évolutions ou l'information qui provoquent des attentes d'une économie plus faible et, par voie de conséquence, de pressions inflationnistes moins vives que prévu, entraîneraient une révision de la trajectoire cible dans le sens d'un assouplissement des conditions monétaires, alors que des attentes d'un raffermissement de l'économie et d'une intensification des pressions inflationnistes entraîneraient une révision de la trajectoire cible dans le sens d'un durcissement des conditions monétaires.

Il existe trois types de chocs, que j'aimerais analyser plus en détail.

Le premier est un choc qui fait varier le niveau désiré des conditions monétaires, mais qui, dans un premier temps, laisse inchangé leur niveau effectif. En pareilles circonstances, la Banque interviendra sur les marchés financiers pour inciter les conditions monétaires à s'orienter vers le niveau désiré. Supposons par exemple qu'il y ait un choc de demande globale et que le marché ne réagisse pas en faisant fluctuer les taux d'intérêt ou le taux de change. La Banque suscitera alors un ajustement des conditions monétaires en

modifiant la fourchette de variation du taux du financement à un jour.

Le deuxième type de choc influe à la fois sur le niveau désiré et le niveau effectif des conditions monétaires. Par exemple, il peut très bien arriver que le marché reconnaisse la nécessité d'un ajustement des conditions monétaires en réaction à un choc de demande globale et qu'il réagisse, avant même que la Banque du Canada n'intervienne, en modifiant les taux d'intérêt (comme celui du papier commercial à 90 jours). En pareil cas, la Banque entérinerait l'action du marché en imprimant un mouvement similaire à la fourchette de variation du taux du financement à un jour (comme elle l'a fait à de nombreuses reprises ces derniers temps).

Pour citer un autre exemple de situation où tant le niveau observé que le niveau désiré des conditions monétaires réagissent à un choc, considérons le cas d'un redressement des cours des matières premières. Comme il s'agit ici d'un choc de nature expansionniste, un resserrement des conditions monétaires s'imposerait. Toutefois, un tel choc s'accompagne généralement d'une appréciation du taux de change, ce qui représente un resserrement des conditions monétaires observées. Selon l'ampleur du durcissement provoqué par le marché des changes et le montant nécessaire pour compenser le choc expansionniste, la Banque peut ne pas avoir à intervenir en vue d'ajuster les taux d'intérêt.

Les cas que j'ai décrits jusqu'ici concernent des chocs qui agissent sur la trajectoire désirée pour les conditions

monétaires, avec ou sans modification des conditions monétaires effectives. Le troisième type de choc qu'il convient d'analyser est une variation exogène du taux de change (due par exemple à une évolution d'ordre politique ou fiscal) qui se produit à un moment où la trajectoire désirée pour les conditions monétaires ne change pas. En pareil cas, la Banque visera un ajustement des taux d'intérêt susceptible de neutraliser l'incidence de la variation du taux de change sur la demande globale. Nous appelons cet ajustement un «rééquilibrage».

En raison des inquiétudes suscitées par l'endettement et le déficit des pouvoirs publics, nous avons été aux prises, à plusieurs occasions au cours des deux dernières années, avec des chocs qui ont fait grimper les primes de risque incorporées aux taux d'intérêt et baisser le cours du dollar canadien. Si les mouvements des taux d'intérêt et du taux de change ont été en quelque sorte contrebalancés par l'évolution de la demande globale, il reste que le changement survenu dans la composition des conditions monétaires a été défavorable à l'économie canadienne. Une augmentation des taux d'intérêt amène une diminution des dépenses d'investissement et un accroissement des paiements d'intérêts aux non-résidents. D'autre part, un taux de change très bas entraîne un relèvement du niveau des prix, une certaine détérioration des termes de l'échange, une baisse du revenu réel et peut-être le risque de placements inappropriés dus à une monnaie momentanément faible. Ainsi, bien que la composition des conditions monétaires ne

soit pas déterminée par la Banque, mais résulte plutôt en grande partie des attentes et des actions du marché, certaines combinaisons conviennent mieux à l'économie que d'autres. Celle qui a été observée au cours des quelque douze derniers mois, mettant en jeu un dollar faible et des taux d'intérêt assez hauts, n'était certainement pas souhaitable.

Comme exemple récent de changement favorable dans la composition des conditions monétaires, je peux penser à celui survenu le 8 mai dernier; à ce moment, la fourchette de variation du taux de financement à un jour a été abaissée de 25 points de base par suite d'une appréciation du cours du dollar canadien.

Même si, à la Banque, nous nous efforçons d'amener l'évolution de l'ICM sur la trajectoire souhaitée au fil du temps, nous ne cherchons pas à maintenir une cible précise pour cet indice face aux fluctuations quotidiennes à la hausse ou à la baisse du taux de change. En premier lieu, il ne faut pas considérer la cible opérationnelle retenue pour l'ICM comme une mesure de haute précision, étant donné les incertitudes entourant à la fois les évaluations de l'économie et les liens entre les variations de l'ICM, d'une part, et celles de la demande globale ou de l'inflation, d'autre part. En deuxième lieu, le taux de change peut changer rapidement d'un jour à l'autre, auquel cas il ne serait pas indiqué de tenter d'annuler chacun de ses effets sur l'ICM en ajustant les taux d'intérêt à court terme. De telles mesures compensatoires ne seraient prises que si le marché était parvenu à une nouvelle fourchette de variation pour le taux de change.

Je me suis jusqu'ici surtout attaché à ce qu'on pourrait appeler l'aspect «stratégique» de l'ajustement des conditions monétaires. Le choix

du moment de l'intervention fait aussi appel à des considérations d'ordre «tactique» qui doivent tenir compte de la conjoncture des marchés financiers. Supposons, par exemple, qu'un assouplissement des conditions monétaires soit de mise, mais que l'on observe beaucoup d'incertitude et de nervosité sur le marché des changes. Si les attentes concernant le taux de change ne sont pas fondées sur des bases solides, elles risquent fortement de se ressentir des fluctuations du taux de change effectif. Dans de telles circonstances, la Banque retarderait toute décision d'assouplir les conditions monétaires, car toute mesure de réduction du taux du financement à un jour risquerait d'affaiblir considérablement le marché des changes et de mener à une intensification des anticipations extrapolatives sur ce marché, suivie, comme on l'a vu si souvent au Canada ces dernières années, d'une montée des taux sur les marchés monétaire et obligataire. De fait, à cause des interactions entre le marché des changes et les marchés financiers intérieurs, une tentative d'assouplissement des conditions monétaires pourrait au contraire se solder par un durcissement de ces conditions. Les considérations d'ordre tactique interviennent donc dans le choix du moment où les ajustements peuvent être apportés sans provoquer des réactions négatives de la part des marchés. La Banque s'efforce aussi de faire clairement connaître aux marchés (au moyen de discours et du *Rapport sur la politique monétaire*) son interprétation de l'évolution de la conjoncture afin qu'ils comprennent dans quelle direction elle essaie de se diriger et pour quelles raisons.

Pour illustrer ce point, je voudrais signaler qu'à certains moments, comme au début de 1995, l'accent a porté sur la nécessité de stabiliser des marchés financiers agités. La Banque sait fort bien que si son approche de la mise en œuvre de la politique monétaire subit une perte de crédibilité, cela peut avoir des conséquences fâcheuses sur l'évolution des taux d'intérêt et du taux de change. Bien que la

trajectoire souhaitée pour l'évolution des conditions monétaires au fil du temps demeure la cible opérationnelle, il convient, lorsque les marchés sont nerveux, d'en suspendre temporairement la réalisation, jusqu'à ce que l'incertitude s'atténue et que les marchés se stabilisent.

En guise de conclusion, j'aimerais résumer mes propos de la manière suivante. Après examen de ses projections économiques, le personnel de la Banque recommande une cible ou trajectoire désirée pour les conditions monétaires qui confinerait l'inflation tendancielle, au bout de six à huit trimestres, dans la fourchette visée. Bien que la trajectoire projetée pour les conditions monétaires fasse intervenir des estimations ponctuelles, tant le personnel que la direction de la Banque la conçoivent comme une fourchette. Si la recommandation du personnel intervient comme un élément essentiel des opinions de la Haute Direction au sujet de la trajectoire désirée pour les conditions monétaires, celle-ci peut aussi incorporer à sa réflexion les effets possibles d'un vaste éventail de facteurs ayant trait aux mouvements des variables exogènes ou à la vitalité de l'économie canadienne. De fait, le personnel prépare divers «scénarios de risque» incorporant certains de ces facteurs. La Haute Direction peut aussi décider des risques qu'il convient de prendre ou d'éviter (p. ex., s'il y a lieu d'être particulièrement vigilant au sujet d'une résurgence de l'inflation). Si, au terme du processus d'analyse décrit, on constate un écart entre les conditions monétaires effectives et les conditions monétaires désirées, la Banque choisira le meilleur moment pour effectuer des ajustements. L'incertitude et la nervosité des marchés sont au nombre des facteurs qui influenceront ce choix. Il est évident que plus l'interprétation de l'évolution économique que font les marchés se rapproche de celle de la Banque, plus il sera facile d'apporter aux conditions monétaires les ajustements souhaités.

BIBLIOGRAPHIE

Freedman, C. (1994). «Le recours aux indicateurs et à l'indice des conditions monétaires au Canada», article reproduit dans le présent volume.

Thiessen, G. (1995). «L'incertitude et la transmission de la politique monétaire au Canada», texte reproduit dans le présent volume.

Étude empirique du mécanisme de transmission de la politique monétaire au Canada

Une approche globale

Pierre Duguay

INTRODUCTION

Dans le présent article, l'analyse du mécanisme de transmission de la politique monétaire sera axée sur le rôle qu'y jouent les taux d'intérêt et le taux de change plutôt que sur celui des agrégats de la monnaie et du crédit. Il sera démontré que l'on peut établir par estimation l'existence de relations étroites qui vont, d'une part, des taux d'intérêt et du taux de change à la dépense globale au Canada et, d'autre part, de la dépense globale et du taux de change à l'inflation. Ces relations viennent étayer la thèse selon laquelle un resserrement temporaire des conditions monétaires – c'est-à-dire une hausse des taux d'intérêt réels et du taux de change réel maintenue pendant une année ou deux – entraîne une baisse transitoire de la production réelle en deçà de son niveau tendanciel de même qu'une réduction permanente du taux d'inflation, d'où une baisse permanente des taux d'intérêt nominaux. L'estimation de ces relations est importante pour la conduite de la politique monétaire parce que les interventions de la

banque centrale ont une incidence beaucoup plus directe sur les taux d'intérêt à court terme et le taux de change que sur les agrégats monétaires. Cela ne signifie cependant pas que les agrégats de la monnaie et du crédit ne peuvent servir d'indicateurs de la dépense globale dans la conduite de la politique monétaire.

Le plan de l'article est le suivant. La deuxième section traite du mécanisme de transmission sous trois aspects différents : l'influence de la banque centrale sur les taux d'intérêt à court terme et le taux de change, l'effet des taux d'intérêt et du taux de change sur la demande et l'offre globales et l'ajustement des prix et des coûts aux variations de la demande et de l'offre. La troisième section permet de quantifier quelques-uns de ces effets : des estimations de l'incidence des taux d'intérêt et du taux de change sur la dépense globale ainsi que l'estimation d'une courbe de Phillips axée sur les prix y sont présentées. La section se termine par un examen des implications qui découlent de la simulation de ces équations structurelles en ce qui concerne les effets dynamiques de la politique monétaire. La quatrième et dernière section renferme un bref résumé ainsi que nos conclusions.

VUE D'ENSEMBLE DU MÉCANISME DE TRANSMISSION

Même si les descriptions du mécanisme de transmission de la politique monétaire sont habituellement centrées sur l'analyse des répercussions économiques d'une variation (en niveau ou en taux de croissance) de la masse monétaire, nous croyons plus utile d'axer notre description sur les moyens d'action dont dispose concrètement la banque centrale. Ces moyens d'action, qui se rattachent généralement au bilan de la banque centrale, permettent d'influer bien plus directement sur les taux d'intérêt à court terme et le taux de change que sur les agrégats monétaires. Aussi étudierons-nous d'abord, dans cette section, l'influence des mesures de politique monétaire sur les taux d'intérêt et le taux de change avant de traiter de l'effet produit sur la demande et l'offre globales ainsi que de l'ajustement des prix et des coûts.

Le rythme d'expansion de la monnaie et du crédit joue indéniablement un rôle important dans le processus, complétant et même façonnant l'influence des variations de taux d'intérêt sur la dépense globale. Il se peut, par exemple, qu'une hausse des emprunts des ménages soit un catalyseur nécessaire à la transformation en liquidités des plus-values (réalisées ou non), permettant ainsi à une augmentation de la richesse de se traduire par une hausse de la dépense.

Influence des mesures de politique monétaire sur les taux d'intérêt et le taux de change

L'influence que les mesures de politique monétaire ont sur les taux d'intérêt et le taux de change découle du contrôle que la banque centrale exerce sur l'offre d'encaisses de règlement aux institutions financières. Les

modalités de compensation et de règlement influent sur le déroulement précis du processus, mais elles n'en modifient pas la nature (Longworth et Muller, 1991). En faisant varier son offre de liquidités aux institutions financières, la banque centrale peut inciter ces dernières à intensifier ou à réduire la concurrence qu'elles se livrent pour se procurer des dépôts ou des prêts à un jour et, de cette manière, exercer une action relativement directe sur le loyer de l'argent à très court terme. Les institutions ayant un excédent de liquidités demanderont des taux de rendement moins élevés afin de réussir à placer leurs fonds excédentaires, tandis que celles qui sont à court de liquidités pousseront les taux à la hausse.

Les variations du taux à un jour entraînent des modifications de la composition des portefeuilles qui provoquent une réaction des taux de rendement applicables à un large éventail d'avoirs et d'engagements ainsi qu'une réaction du taux de change. Ces réactions dépendent surtout des anticipations relatives à l'évolution future des taux d'intérêt et du taux de change. Ces anticipations sont elles-mêmes fonction de la façon dont les marchés perçoivent les objectifs visés par les autorités monétaires et leurs chances de les atteindre.

Ce qui distingue le processus de détermination des taux d'intérêt dans une économie ouverte, c'est le lien qui existe entre l'évolution des taux d'intérêt et celle du taux de change. Lorsque les actifs libellés en monnaie nationale et en devises peuvent facilement être substitués les uns aux autres, les écarts de taux d'intérêt entre pays doivent avoir pour contrepartie l'anticipation d'un gain ou d'une perte de change compensatoire. Aussi le taux de change réel doit-il varier, en réaction à une mesure de politique monétaire, d'un montant égal à l'intégrale du déplacement du vecteur

des taux d'intérêt réels futurs attendus¹ (Dornbusch, 1976, et Frankel, 1979).

Les variations du taux de change permettent par conséquent aux taux d'intérêt nominaux et réels, sur tout l'éventail des échéances, de réagir aux mesures de politique monétaire à peu près de la même façon dans une économie ouverte caractérisée par des rigidités de prix et une forte substituabilité des actifs que dans une économie fermée (Murray et Khemani, 1989). L'effet des variations du taux de change sur les prix peut toutefois accélérer l'ajustement des prix intérieurs par rapport à ce que l'on observerait dans une économie fermée, et il est possible que les taux d'intérêt réels pratiqués dans le monde constituent un point d'ancrage plus solide pour les taux d'intérêt réels intérieurs à long terme que ne pourraient l'être les anticipations de taux dans une économie fermée. Il se peut donc que la capacité de la politique monétaire d'influer sur les taux d'intérêt réels, en particulier pour ce qui est des taux à long terme, soit un peu plus limitée dans une économie ouverte que dans une économie fermée (Boothe et coll., 1985).

Comme il incorpore l'évolution de toute la structure par terme des taux d'intérêt réels – qui n'est pas directement observable –, le taux de change pourrait en principe être un bon indicateur général du degré d'assouplissement ou de resserrement de la politique monétaire. Ce rôle d'indicateur est cependant limité du fait que le taux de change subit également l'influence de nombreux facteurs autres que la politique monétaire. Il se peut en outre que la majorité des prêteurs et des emprunteurs ne soient pas suffisamment persuadés de la justesse de leurs

anticipations pour envisager la possibilité de prendre une position ouverte. C'est pourquoi les taux de change peuvent être beaucoup plus volatils que ne le laisse entrevoir l'évolution des écarts internationaux de taux d'intérêt. Les tentatives de vérification empirique de la parité des taux d'intérêt sans couverture ont d'ailleurs donné des résultats plutôt décevants à cet égard².

Effet des taux d'intérêt et du taux de change sur la demande et l'offre globales

Les taux d'intérêt et le taux de change jouent un rôle clé dans l'égalisation de la demande et de l'offre dans l'économie. Au risque de trop schématiser, on peut sans doute dire que, dans une optique d'équilibre général, le taux d'intérêt réel au niveau mondial doit s'ajuster pour éliminer le déséquilibre entre l'épargne et l'investissement à l'échelle internationale, tandis que les taux de change réels, c'est-à-dire les prix relatifs de la production intérieure et de la production étrangère, doivent s'ajuster à long terme de manière à éliminer l'excédent de l'offre ou de la demande dans chaque pays en particulier³. Les taux d'intérêt réels intérieurs jouent également un rôle complémentaire important, à court et à moyen terme, en raison de la relation qui existe entre les variations du taux de change réel et les écarts de taux d'intérêt réels entre pays.

1. Les prêteurs et les emprunteurs ne se préoccupent pas directement de l'inflation à l'étranger. Lorsqu'ils investissent ou empruntent en devises, ils mettent en balance les écarts de taux d'intérêt nominaux et l'évolution attendue du taux de change nominal. Les écarts d'inflation entre pays n'entrent en ligne de compte que dans la mesure où ils influent sur l'évolution attendue des taux de change.

2. Pour avoir un aperçu des résultats obtenus pour le Canada, consulter Longworth, Boothe et Clinton (1983), Boothe (1983) et Boothe et Longworth (1986).

3. Le taux de change réel s'ajustera peu importe la manière dont le taux de change nominal est géré. En régime de taux de change fixes, l'ajustement prendra la forme d'une modification des prix et des salaires.

Influence des taux d'intérêt sur la demande globale

Que l'on soit en économie ouverte ou fermée, les taux d'intérêt exercent leur influence sur la dépense par les mêmes canaux. Signalons notamment l'effet du coût du capital sur les achats de biens durables, les investissements en logements, les investissements des entreprises en usines et en matériel et les stocks accumulés, l'effet de la richesse sur les dépenses des ménages, l'effet de substitution intertemporelle sur la consommation et un effet de trésorerie (lié à l'existence d'une contrainte de financement).

Une hausse des taux d'intérêt réels fait monter le coût du capital et réduit la demande d'actifs réels. Cela déprime la production et les ventes de ces actifs, dont la valeur se trouve également réduite. Les variations de la valeur des actifs réels (les actions et l'immobilier, par exemple) se produisent au début du processus de transmission, à la fois parce que l'ajustement des prix des actifs se heurte à moins d'obstacles que celui des prix des biens et services et parce que les prix des actifs sont par nature plus sensibles à l'évolution des taux d'intérêt et aux modifications des anticipations, la détention d'actifs visant à permettre aux agents économiques de reporter à plus tard une partie de leur consommation. En conséquence, ces prix véhiculent de l'information sur l'évolution future. Cependant, comme le taux de change, ils subissent également l'influence de facteurs autres que la politique monétaire.

De façon plus générale, la hausse des taux d'intérêt réels réduit la valeur actualisée des flux de revenus attendus (y compris les revenus du travail) et déprime donc la consommation actuelle. L'ampleur de la réaction de la dépense et de la richesse à une variation des taux d'intérêt réels à court terme croît avec la durée prévue de la variation; autrement dit, elle dépend de toute la structure par terme des taux d'intérêt réels. Cette

réaction est étalée dans le temps et amplifiée par les effets induits de multiplication et d'accélération. Comme nous l'avons indiqué précédemment, une expansion du crédit serait généralement nécessaire pour convertir une augmentation de la richesse en un accroissement de la dépense, et elle s'accompagnerait d'une expansion des actifs monétaires ou financiers⁴.

La coutume veut que l'on signale que les effets décrits ci-dessus peuvent être en partie compensés par l'incidence des variations des taux d'intérêt sur le revenu. Une augmentation des revenus en intérêts tendrait à stimuler la dépense, alors qu'une baisse de ces revenus la freinerait. Il peut certes en être ainsi au niveau des particuliers, mais pas pour l'ensemble de l'économie. Une hausse des taux d'intérêt ne ferait pas progresser le PIB, qui est la source ultime du revenu national. L'effet positif produit sur le revenu des prêteurs est neutralisé par l'effet négatif sur le revenu des emprunteurs. Il est donc plus juste de parler d'un effet de redistribution des revenus. De plus, il est généralement admis que l'effet de redistribution renforcerait les effets de richesse et de substitution, plutôt que de les compenser, justement parce que les emprunteurs tendent à être assujettis à une contrainte de financement.

Cette affirmation appelle deux réserves. La première est que, dans une économie ouverte, une redistribution du revenu entre les résidents et les non-résidents peut avoir une incidence nette sur les revenus. Cette incidence serait négative pour les pays débiteurs en termes nets et positive pour les pays créditeurs en termes nets. La seconde réserve – qui a suscité beaucoup d'intérêt récemment au Canada comme à l'étranger – concerne la dette publique. Le gonflement rapide de cette dernière

4. En raison des imperfections des marchés du crédit, les dépenses des agents soumis à une contrainte de financement peuvent réagir davantage aux variations des taux d'intérêt nominaux qu'à celles des taux réels.

et, au Canada, le raccourcissement de son échéance moyenne ont amplifié l'effet que les variations des taux d'intérêt à court terme exercent sur le revenu disponible par l'entremise du service de la dette publique⁵. Un certain nombre de facteurs tendent toutefois à limiter l'incidence de ces variations sur la dépense. Tôt ou tard, l'État doit modifier ses recettes – c'est-à-dire l'impôt – et ses dépenses pour tenir compte de l'évolution du service de sa dette. Faute de quoi, l'exigence de solvabilité de l'État ne serait pas respectée. Par conséquent, même si l'État laissait augmenter son déficit (corrige de l'inflation) en réaction à une hausse des taux d'intérêt (réels), l'effet produit sur les dépenses de consommation serait amorti dans la mesure où les ménages s'attendent à ce que l'aggravation du déficit se traduise ultérieurement par une majoration des impôts⁶. Si les agents n'ont pas ce comportement ricardien, le fait que la hausse des taux d'intérêt canalise aussi les revenus vers les caisses de retraite compenserait dans une mesure appréciable l'augmentation du revenu disponible attribuable au gonflement du service de la dette publique. Au Canada, comme les intérêts sur les prêts hypothécaires et le crédit à la consommation constituent un revenu imposable pour le prêteur mais qu'ils ne sont pas déductibles du revenu de l'emprunteur, un accroissement du service de la dette des ménages est un autre élément qui contrebalance en partie l'alourdissement du service

de la dette publique, puisqu'il entraîne une augmentation nette des impôts.

Influence des taux d'intérêt sur l'offre globale

Étant donné que la plupart des entreprises sont des débiteurs nets, une hausse des taux d'intérêt alourdit leurs charges financières. C'est là, aux yeux de plus d'un commentateur, l'effet le plus évident d'un resserrement de la politique monétaire. Cependant, dans la mesure où la hausse des taux d'intérêt, si elle se maintient, finit par déprimer davantage la demande que l'offre, l'alourdissement des coûts de production revêt une importance secondaire par rapport à l'effet cumulatif exercé sur les prix et les coûts par le déséquilibre entre l'offre et la demande. En d'autres termes, puisque la politique monétaire ne peut maintenir indéfiniment les taux d'intérêt réels et le taux de change réel à des niveaux arbitrairement supérieurs ou inférieurs à ceux que justifie l'équilibre offre-demande, la hausse des taux d'intérêt et son incidence sur le niveau des coûts sont passagères, tandis que l'ajustement cumulatif des prix et des coûts au déséquilibre offre-demande est permanent.

On conçoit aisément que, si le taux de rendement net du capital dépasse le taux de croissance de l'économie, la diminution de la production potentielle qui résulterait d'une augmentation du coût du capital serait supérieure à la baisse, en régime permanent de croissance, des dépenses d'investissement. Cela signifie que, pour qu'il existe un équilibre stable en économie fermée, il faut que la hausse des taux d'intérêt réels réduise les dépenses de consommation par le jeu des effets de richesse et de substitution d'un montant au moins équivalent à la différence entre ces deux baisses (Masson, 1983; Duguay, 1982).

L'effet de substitution intertemporelle laisse croire que les ménages réduiront leur demande de loisirs et accroîtront leur offre de travail en

5. De fait, il n'est pas rare de constater que, dans les gros modèles économétriques où la relation entre les taux d'intérêt et la dépense est tenue, une hausse des taux d'intérêt entraîne, en raison de cet effet, un accroissement des dépenses de consommation.

6. Sur le plan empirique, les travaux visant à évaluer la mesure dans laquelle l'hypothèse d'équivalence ricardienne se vérifie ont produit des résultats peu concluants. Barro (1989) et Bernheim (1989) proposent deux interprétations différentes des résultats empiriques. On trouvera quelques résultats obtenus dans le cas du Canada dans les articles de Johnson (1986) et de Carroll et Summers (1987). De plus, les tests empiriques portant sur la viabilité de l'orientation de la politique budgétaire à long terme n'ont pas toujours été très rassurants. Voir par exemple Smith et Zin (1991).

réaction à la montée des taux d'intérêt réels, contribuant ainsi à augmenter temporairement la production potentielle.

Influence du taux de change sur la demande et l'offre globales

Les variations du taux de change réel influent sur l'activité économique principalement en raison de l'effet qu'elles exercent sur la compétitivité internationale de la production intérieure. Une appréciation de la monnaie nationale en termes réels entraîne un déplacement de la demande en faveur des produits étrangers et au détriment de la production intérieure. Cependant, l'effet des variations du taux de change réel ne se limite pas à l'incidence initiale sur les exportations et les importations. Le jeu de la concurrence a tendance à modifier les prix relatifs entre le secteur des biens exportés et celui des biens destinés au marché intérieur, propageant ainsi l'effet de ces variations à tous les secteurs de l'économie. La concurrence a aussi une incidence sur les décisions d'implantation des multinationales.

Les variations du taux de change peuvent également avoir un effet compensatoire sur le revenu dans la mesure où elles modifient les termes de l'échange du pays considéré. Il en sera ainsi si l'économie peut influencer dans une certaine mesure le prix de ses exportations mais non celui de ses importations. Avec le temps, cependant, l'effet de substitution l'emportera. Pour un pays importateur net de biens d'équipement comme le Canada, une hausse du taux de change réduit également le prix de ces biens, stimulant ainsi les dépenses d'investissement. Cet effet stimulant est positif, car il permet d'accroître la capacité de production sans exercer de pressions sur les ressources intérieures.

Enfin, les variations du taux de change ont pour effet de modifier la valeur des portefeuilles

nets d'actifs libellés en devises et les revenus qui en découlent. Une appréciation du taux de change réduit la richesse et le revenu d'un pays qui a une position créditrice nette en devises, mais les accroît dans le cas contraire⁷.

Effet de la politique monétaire sur les prix et les coûts

L'influence que la politique monétaire exerce sur les variables réelles découle du caractère graduel de l'ajustement des prix sur les marchés des biens et des services, qui permet à la demande globale de s'écarter temporairement de l'offre globale de long terme. Cet ajustement graduel des prix s'explique par la présence de coûts d'ajustement, lesquels sont plus élevés pour les entreprises monopolistiques qui attachent de l'importance à leur réputation. Les engagements contractuels contribuent aussi à freiner l'ajustement des prix et des coûts. Les salaires s'ajustent encore plus lentement en raison de l'existence généralisée de contrats explicites ou implicites. De plus, ils sont généralement moins sensibles que les prix aux évolutions observées au niveau de l'entreprise ou de la branche d'activité. Cela tend également à ralentir leur ajustement.

Une diminution de la demande globale exerce des pressions à la baisse sur les prix et incite les entreprises à comprimer leurs coûts de production; à l'inverse, une hausse de la demande permet aux producteurs de relever plus facilement leurs prix de vente et d'offrir de meilleurs prix à leurs fournisseurs. Les mêmes influences sont à l'œuvre sur le marché du travail, où la concurrence entre les producteurs a pour effet de faire monter les salaires, tandis que la crainte du chômage a pour résultat de

7. Les effets produits sur le revenu réel s'annuleraient cependant si la position créditrice nette en devises ne servait qu'à couvrir une situation d'importateur net.

tempérer les exigences salariales. L'évolution des salaires et celle des prix tendent aussi à se renforcer l'une l'autre. Un ralentissement des hausses salariales contribue à limiter l'augmentation des prix, tandis qu'une progression plus lente des prix (à la consommation) rend les travailleurs plus disposés à accepter une hausse moindre de leurs salaires nominaux. Le processus est donc cumulatif, les anticipations jouant à cet égard un rôle prépondérant. De fait, l'ajustement des anticipations d'inflation exclut la possibilité d'un arbitrage durable entre l'inflation et le chômage.

Les variations du taux de change constituent un autre canal important par lequel la politique monétaire peut avoir une action directe sur les prix, outre l'influence indirecte qui découle de l'évolution de la dépense réelle. Une appréciation, par exemple, réduira presque immédiatement le coût des importations. Elle aura aussi pour effet de faire baisser assez rapidement le prix des exportations et des produits concurrencés par les importations. Dans le cas du Canada, le prix de certaines exportations, notamment celles de produits de base, est établi en dollars américains, de telle sorte que leur prix en dollars canadiens sera modifié immédiatement par toute variation du taux de change. Dans d'autres secteurs, par contre, l'influence du taux de change sur le prix des exportations et des produits concurrencés par les importations se fera sentir plus graduellement. Les répercussions de la baisse du coût des importations sur les prix de la demande finale auront également tendance à être échelonnées dans le temps. Le recul des prix dans le secteur des biens exportables incitera les producteurs à réduire leurs coûts, y compris les coûts de main-d'œuvre, tandis que la diminution des prix à la consommation aura tendance à modérer les revendications salariales.

QUANTIFICATION DES EFFETS DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Si une approche globale nous apprend peut-être peu de chose sur les canaux de transmission de la politique monétaire, nous constatons cependant qu'elle produit des estimations beaucoup plus robustes et plus significatives de l'influence générale de cette politique sur la dépense et les prix que ne le fait une approche désagrégée. Les gros modèles économétriques se sont en effet révélés très peu adaptés à la mesure des effets de la politique monétaire, sous-évaluant généralement l'influence des taux d'intérêt sur la dépense et l'importance des déséquilibres offre-demande dans le processus d'inflation. Par exemple, jusqu'en 1982, il n'était pas rare d'observer dans ces modèles qu'une réduction permanente des taux d'intérêt nominaux n'engendrait qu'une faible augmentation du taux d'inflation, même au bout de dix ans, ou que les taux d'intérêt nominaux continuaient à monter dix ans après une diminution du rythme d'expansion de la masse monétaire parce que l'inflation n'était pas encore redescendue au niveau dicté par le nouveau taux d'expansion monétaire⁸.

En revanche, un examen rapide des données révèle l'existence de relations étroites entre la croissance de la masse monétaire (M1 ou M2), celle de la dépense globale et le taux d'inflation (Figures 1 et 2). Certaines de ces relations ont été exploitées avec succès dans les estimations économétriques de modèles de forme réduite à la Saint Louis (Andersen et Jordan, 1968; Duguay, 1979).

Une analyse statistique formelle de l'information véhiculée par les agrégats monétaires sur la dépense nominale et les prix au Canada montre que la croissance de M1 réel

8. Voir O'Reilly, Paulin et Smith (1983).

Figure 1 Croissance de M1 (retardée de deux trimestres) et du PIB nominal

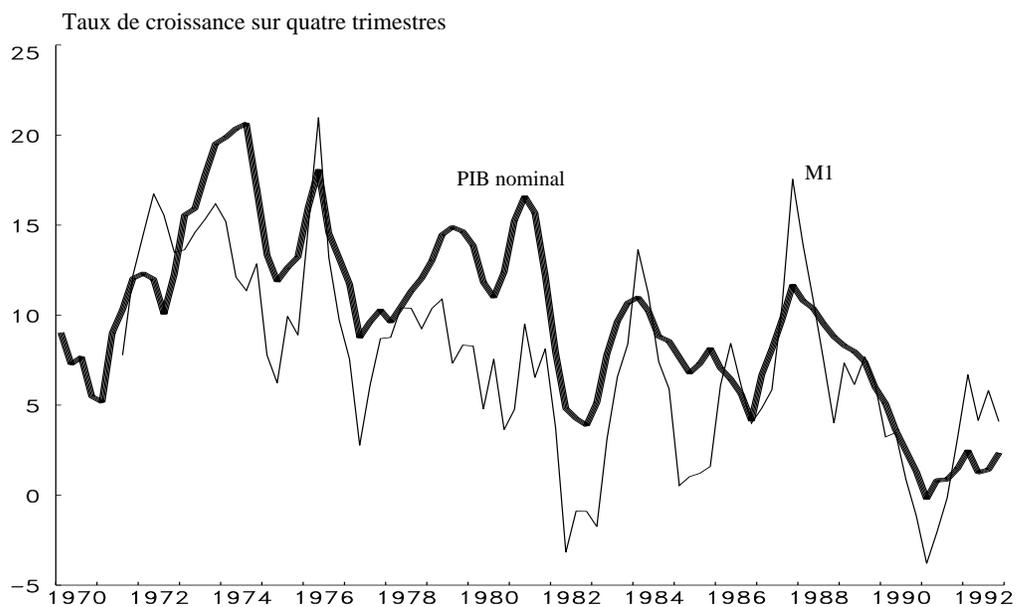
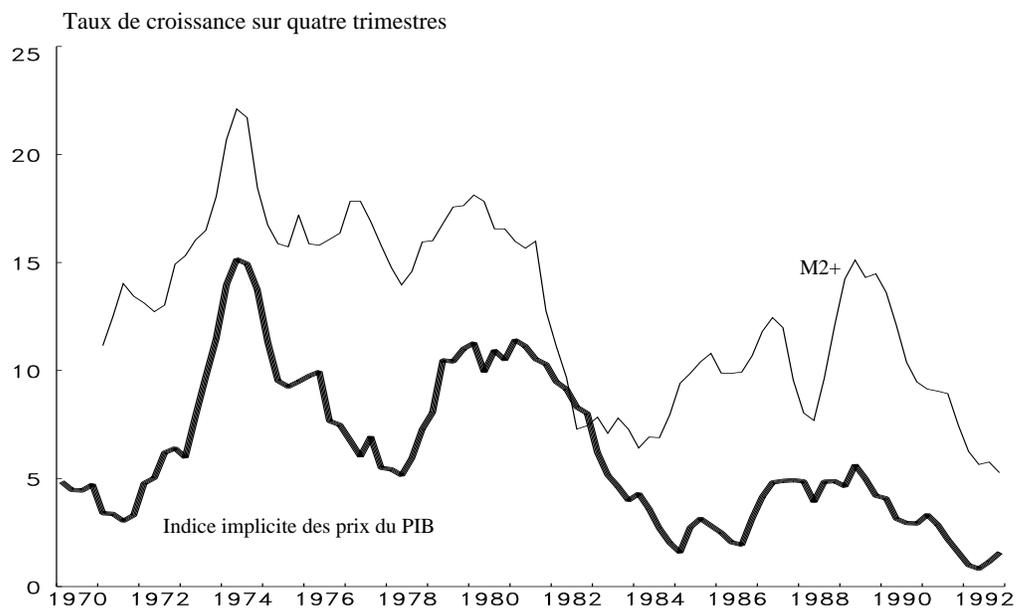


Figure 2 Croissance de M2+ et de l'indice implicite des prix du PIB



constitue le meilleur indicateur avancé de l'expansion de la dépense réelle et que les taux de croissance de M2 et de M2+ sont des indicateurs contemporains de l'expansion de la dépense nominale, de même que de bons indicateurs avancés de l'inflation⁹.

Un examen superficiel fait également ressortir une relation étroite entre les taux d'intérêt et M1 (Figure 3) et entre les taux d'intérêt et la dépense réelle (Figure 4). Le fait que le décalage moyen entre les taux d'intérêt et M1 (deux trimestres) soit plus court qu'entre les taux d'intérêt et la dépense réelle (quatre trimestres) est compatible avec le rôle d'indicateur avancé de la dépense réelle joué par M1.

Estimation de l'effet des taux d'intérêt et du taux de change sur la dépense globale

Le Tableau 1 présente des estimations de l'effet des variations des taux d'intérêt réels et du taux de change réel sur la dépense globale. Les estimations ont été établies à l'aide de l'équation suivante :

$$\Delta y = a_0 + a_1 \Delta y^* + a_2 \Delta y^*_{-1} + a_3 \Delta r + a_4 \Delta s + a_5 \Delta q + a_6 \Delta fisc + \mu,$$

où Δy = taux de croissance trimestriel du PIB réel au Canada;

Δy^* = croissance du PIB réel aux États-Unis;

Δr = moyenne mobile sur huit trimestres des variations trimestrielles des taux d'intérêt réels à court terme (taux du papier commercial à 90 jours diminué du taux d'augmentation sur quatre trimestres de

l'indice implicite des prix du PIB, retardé d'un trimestre)¹⁰;

Δs = moyenne mobile sur douze trimestres du taux d'accroissement du taux de change réel Canada-États-Unis (basé sur les indices des prix du PIB);

Δq = moyenne mobile sur douze trimestres du taux d'augmentation de l'indice des prix relatifs des produits de base¹¹;

$\Delta fisc$ = moyenne mobile sur huit trimestres des modifications de l'orientation de la politique budgétaire, définie par le rapport entre l'excédent budgétaire de l'État, corrigé des variations conjoncturelles et de l'inflation, et la production potentielle;

μ = terme aléatoire.

L'équation est exprimée en différences premières, de sorte que l'influence des chocs d'offre est englobée dans le terme aléatoire¹². Les Figures 5 et 6 illustrent l'ajustement statistique de l'équation pour le taux de croissance et le niveau du volume de production (ce dernier étant calculé à l'aide d'une simulation dynamique commençant au premier trimestre de 1975). Les résultats sont assez satisfaisants, et les coefficients relativement stables dans le temps. L'équation peut être interprétée comme une équation de demande globale, mais il est impossible d'identifier de façon rigoureuse les paramètres de la courbe de demande globale à

10. Nous avons retenu cette spécification à l'issue d'une recherche préliminaire menée à l'aide d'une structure de retards libre. Le calcul des taux d'intérêt réels à l'aide de l'IPC réduisait sensiblement le pouvoir explicatif de l'équation.

11. Défini comme le rapport entre l'indice des prix des produits de base en dollars américains (la pondération étant celle de chacun de ces produits dans la production canadienne) et l'indice des prix du PIB aux États-Unis.

12. On obtient des résultats analogues quand l'équation est exprimée en écarts par rapport aux valeurs obtenues au moyen d'un filtre de Hodrick-Prescott plutôt qu'en différences premières et que le taux d'intérêt réel est remplacé par l'écart entre le taux du papier à 90 jours et celui des obligations à 30 ans.

9. Voir Hostland, Poloz et Storer (1988) et Muller (1992).

Figure 3 Croissance de M1 réel et variation retardée de quatre trimestres du taux du papier commercial à 90 jours

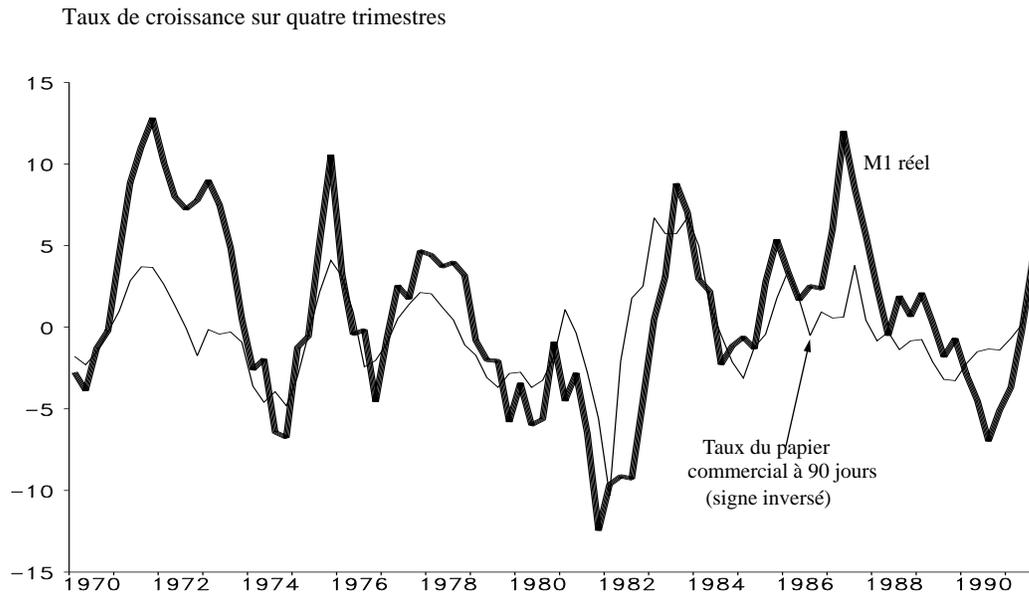


Figure 4 Croissance de la dépense réelle et variation retardée du taux d'intérêt réel à court terme

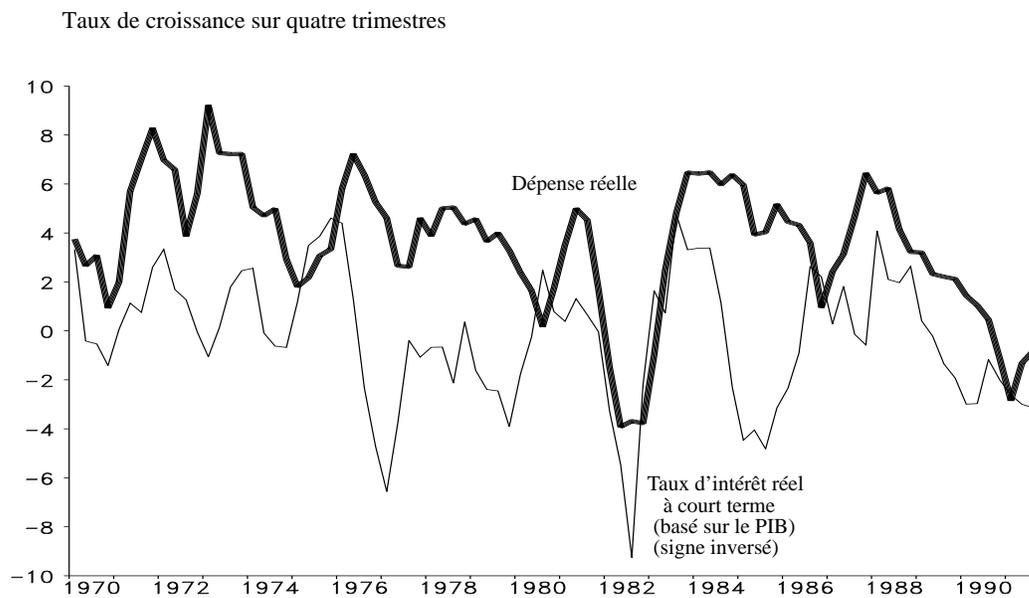


Tableau 1 Résultats de l'estimation de l'équation de demande globale (variable dépendante : taux de croissance trimestriel du PIB réel), statistique t entre parenthèses						
	1975T1-1990T4			1980T1-1990T4		
Constante	0,40 (3,8)	0,32 (3,0)	0,31 (2,8)	0,30 (2,1)	0,21 (1,6)	0,13 (1,0)
Croissance du PIB américain						
- courante	0,41 (5,0)	0,44 (5,1)	0,42 (4,8)	0,53 (5,0)	0,55 (5,2)	0,52 (4,8)
- retardée	0,37 (4,4)	0,41 (4,8)	0,38 (4,4)	0,44 (4,1)	0,49 (4,6)	0,45 (4,2)
Taux d'intérêt réel ¹	-0,77 (4,1)	-0,60 (3,2)	-0,57 (3,0)	-0,67 (2,7)	-0,48 (2,2)	-0,40 (1,8)
Taux de change réel ²	0,20 (2,1)	0,17 (1,8)	0,11 (1,1)	0,28 (2,2)	0,29 (2,2)	0,15 (1,3)
Prix relatif des produits de base ³	0,16 (2,6)	0,12 (1,8)	-	0,21 (2,4)	0,16 (1,9)	-
Orientation de la politique budgétaire ⁴	-0,77 (2,8)	-	-	-0,48 (1,5)	-	-
\bar{R}^2	0,59	0,55	0,53	0,67	0,66	0,64
E.T.E.	0,60	0,63	0,65	0,59	0,60	0,62
D.-W.	2,03	1,86	1,79	2,10	2,07	1,96
<p>1. Moyenne mobile sur huit trimestres de la variation trimestrielle du taux d'intérêt réel à court terme, défini comme la différence entre le taux du papier commercial à 90 jours et le taux de croissance sur quatre trimestres, retardé d'un trimestre, de l'indice des prix du PIB.</p> <p>2. Moyenne mobile sur douze trimestres du taux de croissance trimestriel du taux de change réel Canada-États-Unis, défini par rapport aux indices de prix du PIB (une variation positive représente une amélioration de la compétitivité).</p> <p>3. Moyenne mobile sur douze trimestres du taux de croissance trimestriel de l'indice des prix relatifs des produits de base, défini par le rapport entre l'indice de ces prix en dollars américains (la pondération étant celle de chacun de ces produits dans la production canadienne) et l'indice des prix du PIB américain.</p> <p>4. Excédent budgétaire de l'État corrigé des variations conjoncturelles et de l'inflation, en pourcentage du PIB potentiel.</p>						

Figure 5 Valeurs observées et valeurs prédites du taux de croissance du PIB réel

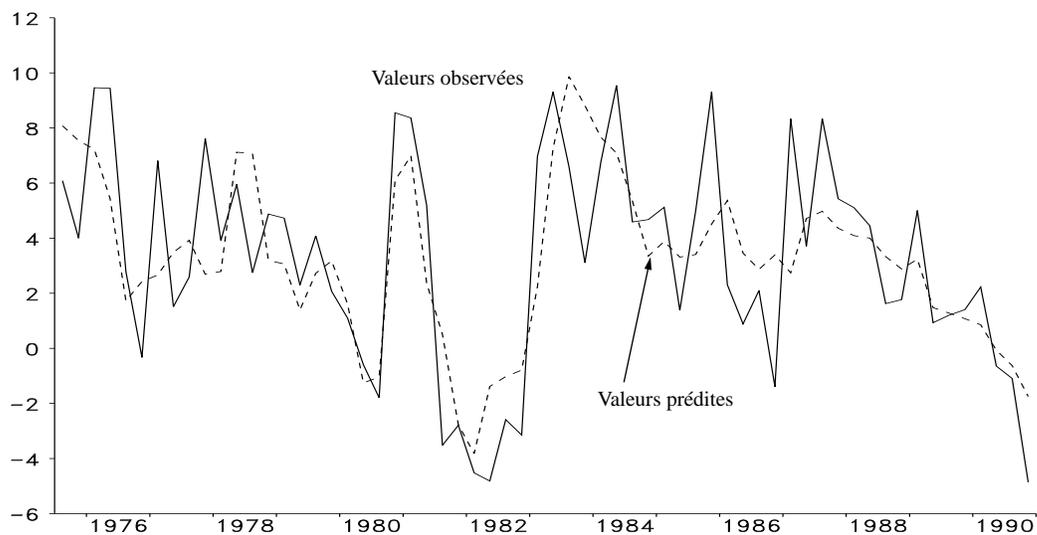
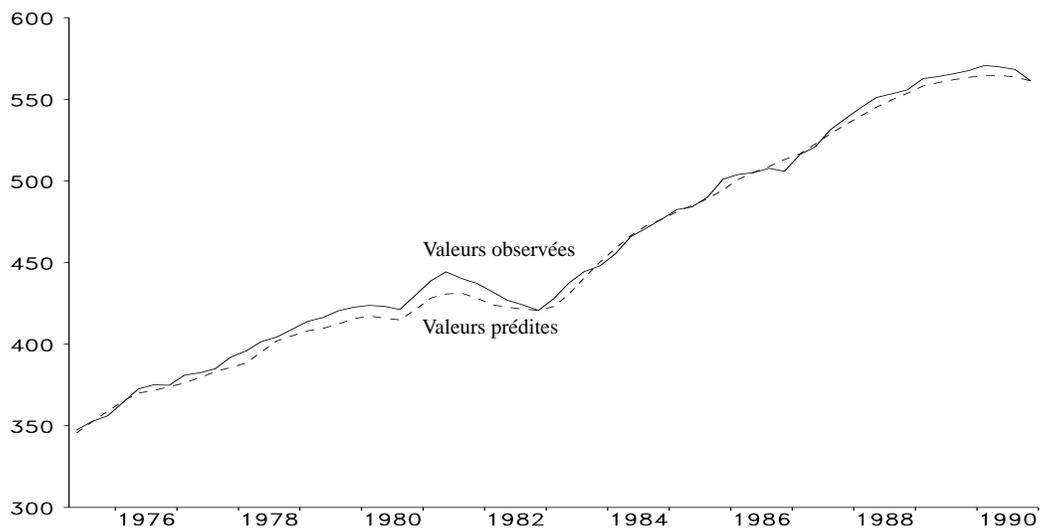


Figure 6 Valeurs observées et valeurs prédites (en simulation dynamique) du PIB

En milliards de dollars constants



partir d'une équation unique à forme réduite. On peut cependant présumer que les effets des taux d'intérêt et du taux de change saisis par l'équation reflètent principalement l'influence de la demande, étant donné que l'offre de travail réagit assez peu, selon les observations, aux taux d'intérêt et au taux de change réel (voir à ce sujet McCallum, 1990).

Comme le montre le Tableau 1, l'incidence des variations des taux d'intérêt sur la dépense globale fait l'objet d'estimations beaucoup plus précises que celle des variations du taux de change. Les estimations de cette dernière sont particulièrement sensibles à la spécification de l'équation et au choix de la moyenne mobile. Deux caractéristiques méritent d'être signalées. La première est que l'effet exercé par le taux de change ne s'avère significatif qu'une fois que l'influence des prix des produits de base sur la dépense globale est saisie dans l'équation. Cela n'a rien d'étonnant si l'on considère le comportement du dollar canadien. En effet, l'évolution de la valeur réelle du dollar canadien a suivi celle des prix des produits de base au cours des vingt dernières années (voir Amano et Van Norden, 1993). Comme le renchérissement des produits de base améliore les termes de l'échange du Canada et exerce une forte influence expansionniste sur les revenus et la demande intérieure, une appréciation réelle du taux de change est nécessaire au rétablissement de l'équilibre entre l'offre et la demande. Dans la mesure où les variations du taux de change ont eu pour effet d'amortir l'effet des fluctuations des prix des produits de base, leur influence ne peut être mesurée indépendamment de celle des prix de ces produits. On peut en dire autant de tout choc que subit la demande et qui entraîne une fluctuation compensatrice des taux d'intérêt ou du taux de change. C'est pour cette raison que les coefficients sont mieux déterminés quand

l'orientation de la politique budgétaire figure parmi les variables explicatives de l'équation.

La deuxième caractéristique à signaler est que l'effet sur la dépense ne devient significatif qu'après un lissage considérable des variations du taux de change. Une explication possible est que, en présence de coûts d'ajustement, les agents économiques n'estiment peut-être pas utile de s'ajuster aux fluctuations du taux de change réel qu'ils considèrent comme temporaires.

Ces résultats sont bien différents de ceux que produisent les gros modèles économétriques. L'effet des taux d'intérêt estimé à l'aide de ces modèles est rarement significatif, à l'opposé de l'effet du taux de change. Ce résultat peut s'expliquer de deux façons : ou bien l'incidence des taux d'intérêt sur les différentes composantes de la dépense n'est pas perceptible à cause du bruit que renferment les données désagrégées, ou bien elle est déjà saisie par les variables explicatives endogènes lorsque le modèle est estimé équation par équation, sans égard au biais de simultanéité, même si elle est omise dans la structure du modèle. En revanche, des contraintes d'identification explicites et implicites sont imposées aux équations de commerce extérieur que l'on estime une à une, ce qui contribue à faire ressortir un effet significatif du taux de change sur la dépense globale.

Le coefficient élevé dont la production aux États-Unis s'accompagne nous laisse songeur. Se pourrait-il qu'il traduise l'influence de chocs (notamment de chocs d'offre) communs aux économies canadienne et américaine plutôt qu'uniquement l'effet de la demande de produits canadiens aux États-Unis? Dans la mesure où les taux d'intérêt au Canada et aux États-Unis ont évolué de façon relativement parallèle, le coefficient de la production américaine pourrait

être gonflé, en partie au détriment de la variable de taux d'intérêt.

Lorsqu'on essaie de déterminer la source de la réaction de la demande globale en appliquant la régression aux diverses composantes du PIB, on constate que l'effet des taux d'intérêt se fait principalement sentir sur les dépenses de consommation, bien que, comme on s'y attendrait, la réaction des investissements des entreprises et du logement soit importante compte tenu de la part que ces composantes représentent dans le PIB. Les variations du taux de change semblent surtout influencer sur les investissements des entreprises, une appréciation freinant l'expansion des dépenses d'investissement et du même coup les importations de machines et de matériel. Les prix des produits de base exercent eux aussi une forte incidence sur l'investissement (et les importations de biens d'équipement), tout en ayant un effet (de revenu) significatif sur la consommation. Enfin, l'influence marquée de l'activité aux États-Unis se reflète dans une large mesure dans l'accumulation des stocks, ce qui tend à confirmer la présomption voulant que cette variable saisisse l'influence de chocs communs (d'offre).

Estimation d'une courbe de Phillips globale

Le processus d'ajustement des prix est d'une importance déterminante pour l'influence de la politique monétaire sur les variables réelles. C'est pourquoi il a suscité le plus d'intérêt.

Le processus d'ajustement des prix est généralement formalisé au moyen d'une courbe de Phillips dotée d'anticipations, bien qu'en pratique on ait tendance à représenter les attentes à l'aide d'une structure de retards autorégressive fixe, ce qui empêche de distinguer la dynamique intrinsèque du processus de celle qui est associée aux attentes. Le débat empirique s'est focalisé sur la question de savoir si le processus

d'inflation est ou non accélérationniste, c'est-à-dire caractérisé par une racine unitaire. D'un point de vue théorique, cette question a de toute évidence une portée trop restreinte. D'un point de vue pratique, cependant, elle constitue un bon point de départ. De façon générale, le type d'expérience théorique que l'on aime à décrire porte encore aujourd'hui sur des changements permanents du taux d'inflation plutôt que du niveau des prix.

Dans un modèle accélérationniste, une période de demande excédentaire provoque une accélération de l'inflation, mais celle-ci est alimentée par un ajustement des anticipations d'inflation. La relation joue également en sens inverse : une période d'offre excédentaire amène une baisse de l'inflation, mais cet excédent peut disparaître graduellement à mesure que les anticipations d'inflation diminuent.

Une question importante, dans une économie ouverte, est celle du rôle joué par les variations du taux de change dans le processus d'inflation. Comme nous l'avons indiqué, les variations du taux de change accélèrent l'influence de la politique monétaire sur les prix. Cependant, elles ne modifient pas le ratio de sacrifice, c'est-à-dire l'ampleur de l'écart cumulatif entre l'offre et la demande requis dans un modèle accélérationniste pour que soit réduit en permanence le taux d'inflation. Cela est dû au fait que la contribution positive d'une appréciation (réelle) de la monnaie nationale est inversée lorsque le taux de change revient à sa valeur d'équilibre. Une appréciation temporaire n'a, en termes nets, aucun effet sur le taux d'inflation qui s'établira en définitive. Ainsi que le soulignent Buiter et Miller (1982), les variations du taux de change ne font que répartir dans le temps la perte de production liée à la désinflation.

Il reste que la question de la transmission des variations du taux de change à l'inflation revêt de l'importance. Le problème est de savoir si une

hausse ou une baisse permanente du taux de change réel, résultant, par exemple, d'une modification des taux d'intérêt réels pratiqués dans le monde ou d'une modification permanente de la demande globale, entraîne une amélioration ou une détérioration de l'arbitrage à court terme entre l'inflation et le taux de chômage.

La question est somme toute de savoir si les variations de prix dues à une modification du taux de change alimentent la spirale des salaires et des prix. Dans les gros modèles très détaillés, la question se trouve résolue lorsqu'on spécifie la structure du modèle. Selon la représentation habituelle du processus d'inflation où la croissance des salaires nominaux est modélisée à l'aide d'une courbe de Phillips dotée d'anticipations et où les prix sont donnés par l'addition d'une marge aux coûts, une dépréciation réelle permanente provoque une détérioration de l'arbitrage à court terme, de telle sorte que, si le modèle présente des caractéristiques accélérationnistes¹³, une hausse temporaire du taux de chômage sera nécessaire pour éviter une augmentation permanente du taux d'inflation. La logique qui sous-tend ce raisonnement est qu'une hausse transitoire du taux de chômage est nécessaire pour que les travailleurs finissent par accepter la baisse de revenu réel liée à une diminution du taux de change réel.

Les gros modèles structurels comportent de nombreuses restrictions de ce genre. Toute variation des prix relatifs de nature à diminuer les salaires réels (y compris une modification des impôts indirects)¹⁴ aurait des effets stagflationnistes similaires¹⁵.

Les représentations à équation unique du processus d'inflation fondées sur une courbe de Phillips globale des prix ne comportent pas de restrictions de ce genre. Elles se prêtent mieux au test de notre hypothèse. Une dépréciation réelle permanente n'aura pas forcément un effet stagflationniste si, par exemple, les agents économiques considèrent les variations de prix induites par les fluctuations du taux de change comme une modification du niveau des prix plutôt que du taux d'inflation. Le même argument peut être invoqué à l'égard des variations du prix relatif des aliments et de l'énergie, par exemple, ou des impôts indirects.

Les recherches menées récemment au sujet des interactions entre les prix, les salaires et les coûts unitaires de main-d'œuvre au Canada (Cozier, 1992) donnent à penser qu'on ne perd rien à se concentrer sur une courbe de Phillips globale des prix. Les valeurs passées du taux d'augmentation des prix permettent de bien rendre compte de la persistance du processus d'inflation. Les variables de salaires ou de coûts unitaires de main-d'œuvre n'apportent aucune contribution indépendante qui soit significative. Leur évolution ne fait que suivre celle des prix, avec un certain retard. Cela ne paraît peut-être pas très étonnant dans une économie ouverte comme celle du Canada, où les prix de nombreux biens exportables, notamment les produits de base, sont fixés sur les marchés internationaux. Cependant, des résultats analogues ont également été obtenus par Gordon (1988) dans le cas des États-Unis.

Nous présentons au Tableau 2 des estimations du processus d'ajustement des prix – où l'inflation est mesurée par l'IPC hors aliments et énergie – faisant appel à une version relativement simple d'une courbe de Phillips dotée d'attentes adaptatives.

13. Il faut pour cela, outre une courbe de Phillips accélérationniste, que tous les prix (y compris le taux de change) soient endogènes et homogènes de degré un à l'égard des prix et des coûts.

14. L'effet stagflationniste d'une modification des impôts indirects est étudié dans Okun (1977).

15. On trouvera dans Parkin (1984) une excellente critique de l'hypothèse faisant appel aux variations des prix relatifs pour expliquer l'inflation.

L'équation estimée revêt la forme suivante :

$$\Delta p = a(L)\Delta p_{-1} + b(L)(\Delta s + \Delta p^*)_{-1} \\ + c(L)\Delta t + d(L)\Delta p_{oil} + e(y-y^*)_{-1} \\ + f\Delta(y-y^*)_{-1} + \eta$$

où Δp = taux d'accroissement trimestriel de l'IPC hors aliments et énergie

Δs = moyenne mobile sur huit trimestres du taux de variation du taux de change Canada-États-Unis (défini par le prix du dollar américain en dollars canadiens)

Δp^* = taux d'accroissement de l'IPC hors aliments et énergie aux États-Unis

t = taux effectif de l'impôt indirect

Δp_{oil} = taux de variation du prix relatif du pétrole¹⁶

et $y-y^*$ = rapport de la production observée à la production potentielle¹⁷

et où $a(L)$, $b(L)$, $c(L)$ et $d(L)$ sont des opérateurs de retard de forme polynomiale soumis à la contrainte $a(1) + b(1) = 1$.

L'hypothèse de racine unitaire n'est pas rejetée par les données, même si celles-ci ne donnent pas la préférence à ce résultat¹⁸.

Étant donné la contrainte $a(1) + b(1) = 1$, l'équation des prix peut aussi s'écrire sous la forme

$$\Delta^2 p = a'(L)\Delta^2 p_{-1} + b(L)\Delta s'_{-1} + c(L)\Delta t \\ + d(L)\Delta p_{oil-1} + e(y-y^*)_{-1} \\ + f\Delta(y-y^*)_{-1} + \eta$$

où $a'_i = -\sum_{j=i+1} (a_j + b_j)$

et $s' = s + p^* - p$ est le taux de change réel (fondé sur les IPC relatifs).

Le ratio de sacrifice peut ainsi être défini commodément par $(1 - a'(1))/e$.

D'après les estimations présentées au Tableau 2, le ratio de sacrifice au Canada serait de 1,7. Cela revient à dire qu'un écart de 1,7 point de pourcentage maintenu pendant un an ou de 0,85 point maintenu pendant deux ans (compte tenu du caractère linéaire prêté à la courbe de Phillips) ou toute autre combinaison équivalente produirait une réduction d'un point de pourcentage du taux d'inflation. Cette valeur est inférieure à la plupart des estimations fournies par les modèles dits structurels. Elle est due en partie au petit nombre de retards utilisé pour représenter l'inflation attendue, mais les résultats obtenus avec ce nombre de retards se sont révélés très robustes¹⁹. Ces résultats donnent à penser que le ratio de sacrifice plus élevé que produisent les gros modèles détaillés est peut-être dû en partie à l'imposition de restrictions structurelles non justifiées qui ralentissent par inadvertance la réaction du

16. Nous avons aussi mis à l'essai les composantes aliments et énergie de l'IPC ainsi qu'un indice des prix des produits de base non énergétiques. Le seul prix relatif qui exerçait une influence significative sur le processus d'inflation était le prix réel du pétrole brut. Sa principale utilité est d'aider à expliquer la hausse de l'inflation en 1974-1975.

17. Nous avons calculé la production potentielle en combinant la méthode du filtre de Hodrick-Prescott à une évaluation du taux de chômage non accélérationniste au Canada (voir Rose, 1988, ainsi que Laxton et Tetlow, 1992).

18. Rose, Ricketts et Laxton (1993) montrent que, dans un modèle purement statistique de formation des attentes avec changement de régime, la contrainte de racine unitaire n'est acceptée que dans les rares cas où, durant la période considérée, l'inflation change rapidement.

19. Cozier et Wilkinson (1990) obtiennent également un faible ratio de sacrifice dans le cas de l'indice des prix du PIB. La valeur de ce ratio n'est pas indépendante de la mesure de la production potentielle. Des mesures souples fondées sur un filtre de Hodrick-Prescott, comme celle qui est utilisée ici, ont tendance à produire un ratio de sacrifice plus faible que les mesures fondées sur des tendances plus lisses.

Tableau 2 Résultats de l'estimation de l'équation d'inflation (variable dépendante : taux d'accroissement trimestriel de l'IPC hors aliments et énergie); période d'estimation : 1968T4-1990T4; statistique t entre parenthèses						
	Formulation standard				Formulation en différences secondes	
Constante	-0,05	(1,3)	-0,03	(0,9)	-0,03	(0,9)
Écart de production						
- niveau (retardé)	0,08	(3,6)	0,07	(3,4)	0,07	(3,4)
- variation (retardée)	0,05	(1,1)	0,05	(1,2)	0,05	(1,2)
Inflation retardée						
-1	0,66	(4,6)	0,66	(4,6)	-0,34	(2,3)
-2	0,01	(0,1)	0,16	(0,1)	-0,32	(2,2)
-3	0,18	(1,0)	0,20	(1,1)	-0,12	(0,9)
-4	0,04	(0,3)	0,02	(0,1)	-0,10	(1,0)
-5	0,11	(1,1)	0,10	(1,0)		
Variation du taux de change réel						
-1	0,29	(3,3)	0,26	(3,0)	0,26	(3,0)
-2	-0,17	(1,4)	-0,18	(1,6)	0,07	(0,9)
-3	-0,02	(0,2)	-0,03	(0,2)	0,05	(0,6)
-4	-0,03	(0,3)	-0,05	(0,6)		
Variation du prix relatif du pétrole						
-1	0,006	(2,0)	0,006	(2,0)	0,006	(2,0)
-2	0,004	(1,0)	0,003	(0,9)	0,003	(0,9)
-3	0,005	(1,4)	0,005	(1,3)	0,005	(1,3)
-4	0,001	(0,4)	0,001	(0,4)	0,001	(0,4)
Variation des impôts indirects						
0	0,40	(4,7)	0,40	(4,7)	0,40	(4,7)
-1	-0,26	(2,6)	-0,27	(2,5)	-0,27	(2,5)
-2	0,20	(1,6)	0,18	(1,6)	0,18	(1,6)
-3	-0,09	(0,8)	-0,13	(1,1)	-0,13	(1,1)
-4	0,10	(1,0)	0,08	(0,9)	0,08	(0,9)
-5	-0,06	(0,6)	-0,09	(1,1)	-0,09	(1,1)
Élasticités à long terme						
Écart du PIB	0,17		(0,15)		0,15	
(ratio de sacrifice)	(1,51)		(1,68)		(1,68)	
Taux de change réel	0,04		*		0,20	
Prix relatif du pétrole	0,008		0,008		0,008	
Impôts indirects	0,60		0,36		0,36	
\bar{R}^2	0,74		0,74		0,45	
E.T.E.	0,34		0,34		0,34	
D.-W.	1,98		1,99		1,99	

* Somme des coefficients fixée à zéro

modèle. Une difficulté que présentent souvent ces modèles tient au fait que le mécanisme adopté pour représenter l'ajustement graduel des prix à l'évolution des coûts n'est généralement pas neutre à l'égard du taux d'inflation²⁰. Par conséquent, une diminution de l'inflation réduirait les salaires réels et (pour les raisons invoquées précédemment) accroîtrait le ratio de sacrifice.

On peut aussi calculer facilement l'effet d'une variation en niveau des impôts indirects ou du taux de change réel à l'aide des expressions $c(1)/(1 - a'(1))$ et $b(1)/(1 - a'(1))$ respectivement. Ces calculs sont présentés au bas du Tableau 2, où l'on peut constater que, si un relèvement des impôts indirects est stagflationniste, une dépréciation réelle (c'est-à-dire une *augmentation* de s) ne l'est pas. On estime que, en raison de ses effets secondaires sur les salaires ou les attentes, une majoration d'un point de pourcentage des impôts indirects provoquera une hausse de 0,4 % du taux d'inflation, sauf si elle est compensée par un accroissement de 0,7 point de pourcentage de l'écart cumulatif entre l'offre et la demande pendant une année²¹. Une dépréciation réelle entraînerait une hausse passagère, et non permanente, du taux d'inflation : elle ne nécessiterait pas d'augmentation compensatrice de l'écart entre l'offre et la demande.

Étant donné que $b(1)$ n'est pas significativement différent de zéro, on peut fixer sa valeur à zéro puis reformuler l'équation de prix de la manière suivante :

$$\Delta^2 p = a'(L)\Delta^2 p_{-1} + b'(L)\Delta^2 s'_{-1} \\ + c(L)\Delta t + d(L)\Delta p_{oil-1} \\ + e(y-y^*)_{-1} - f\Delta(y-y^*)_{-1} + \eta$$

$$\text{où } b'_i = - \sum_{j=i+1} b_j$$

L'effet d'une dépréciation (une hausse de s') sur le niveau des prix peut alors être défini commodément par $b'(1)/(1 - a'(1))$.

Le résultat, $b'(1)/(1 - a'(1)) = 0,20$, est conforme à la part des importations dans le panier de l'IPC canadien, ce qui est encourageant. Cependant, comme dans le cas de l'équation de demande globale examinée précédemment, un lissage considérable du taux de change (nominal) a été nécessaire pour obtenir ne serait-ce que ce résultat minimal.

L'équation parvient à expliquer assez fidèlement les variations du taux d'inflation au Canada durant les vingt dernières années (voir les Figures 7 et 8). Elle saisit remarquablement bien la forte baisse de l'inflation qui a suivi la récession de 1981-1982. De fait, compte tenu de sa gravité, cette récession domine clairement la période étudiée et est à l'origine de la plupart des résultats sur lesquels se fonde l'estimation du ratio de sacrifice. Les estimations de ce ratio ne sont pas aussi robustes dans le temps qu'on le souhaiterait.

Simulation dynamique d'une baisse du taux d'inflation

Si l'on en croit la valeur de 1,7 obtenue pour le ratio de sacrifice, il faudrait un écart cumulatif de 1,7 point de pourcentage entre l'offre et la

20. Par exemple, le modèle type d'ajustement partiel des prix $p = \alpha + \beta ulc + (1 - \beta)p_{-1}$ - où p est le logarithme des prix et lc le logarithme des coûts unitaires de main-d'œuvre, obéissant, par exemple, à une courbe de Phillips des salaires - donnerait $p = ulc + (\alpha - (1 - \beta)\pi)/\beta$ dans un régime permanent inflationniste, où π est le taux d'inflation.

21. Les intervalles de confiance entourant ces chiffres sont toutefois assez larges.

Figure 7 Taux d'inflation observé et taux d'inflation prédit

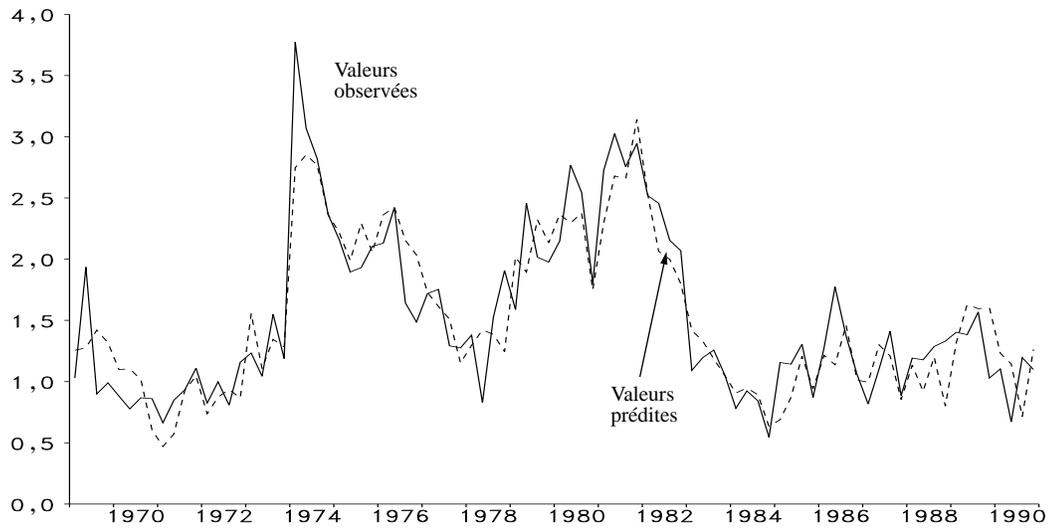
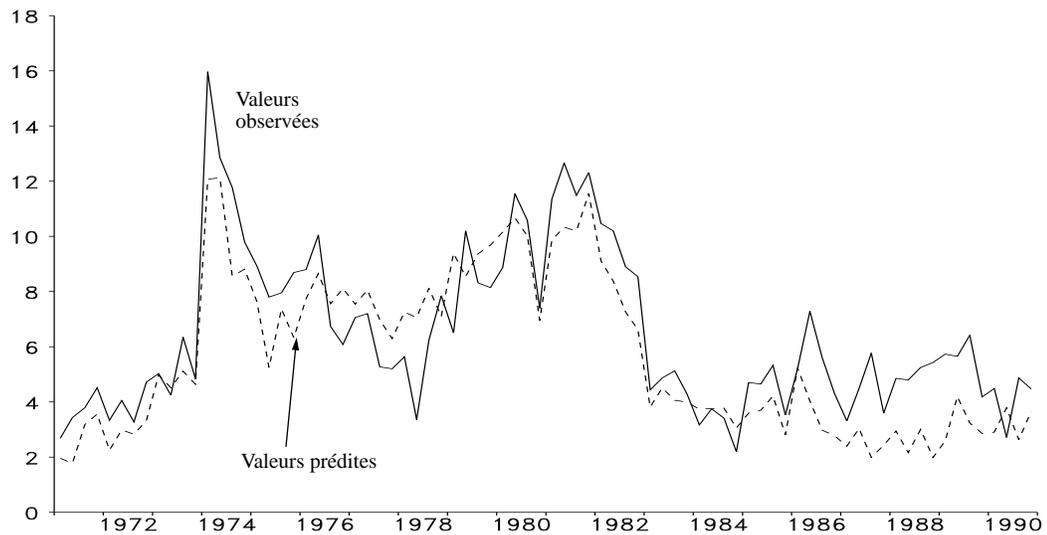


Figure 8 Taux d'inflation observé et taux d'inflation prédit

Simulation dynamique reposant sur une équation unique
Taux de variation trimestriel annualisé



demande, c'est-à-dire 1,7 point durant un an ou 0,85 point pendant deux ans ou encore une combinaison équivalente, pour réduire d'un point de pourcentage le taux d'inflation.

Nos estimations de l'effet exercé par les taux d'intérêt et le taux de change sur la demande globale peuvent nous aider à transposer dans le plan des taux d'intérêt la condition énoncée ci-dessus. Selon ces estimations, une hausse d'un point de pourcentage des taux d'intérêt réels à court terme diminuerait la dépense d'environ 0,6 % (certaines estimations atteignent 0,77 %) en l'absence de variation du taux de change. Cependant, la monnaie devrait s'apprécier en présence d'une augmentation des taux d'intérêt si les taux à l'étranger demeurent constants. Si les marchés ont une perception juste des objectifs des autorités monétaires et, ce qui est peut-être plus important, de leur capacité à les atteindre, l'appréciation réelle de la monnaie devrait être égale à l'augmentation cumulative des taux d'intérêt réels que la banque centrale envisage pour l'avenir.

Si l'on part de cette hypothèse, il est intéressant de noter que, si une hausse plus faible des taux d'intérêt sur une période plus longue entraîne initialement la même réaction du taux de change qu'une hausse plus marquée mais moins durable de ceux-ci, il reste que le taux de change met plus de temps à redescendre dans le premier cas. Cela implique qu'une augmentation moins forte mais plus durable des taux d'intérêt aura un effet total plus marqué sur la dépense (par l'entremise du taux de change) qu'une hausse plus accusée mais plus éphémère. Elle produira aussi une décélération plus importante, mais plus lente, de l'inflation.

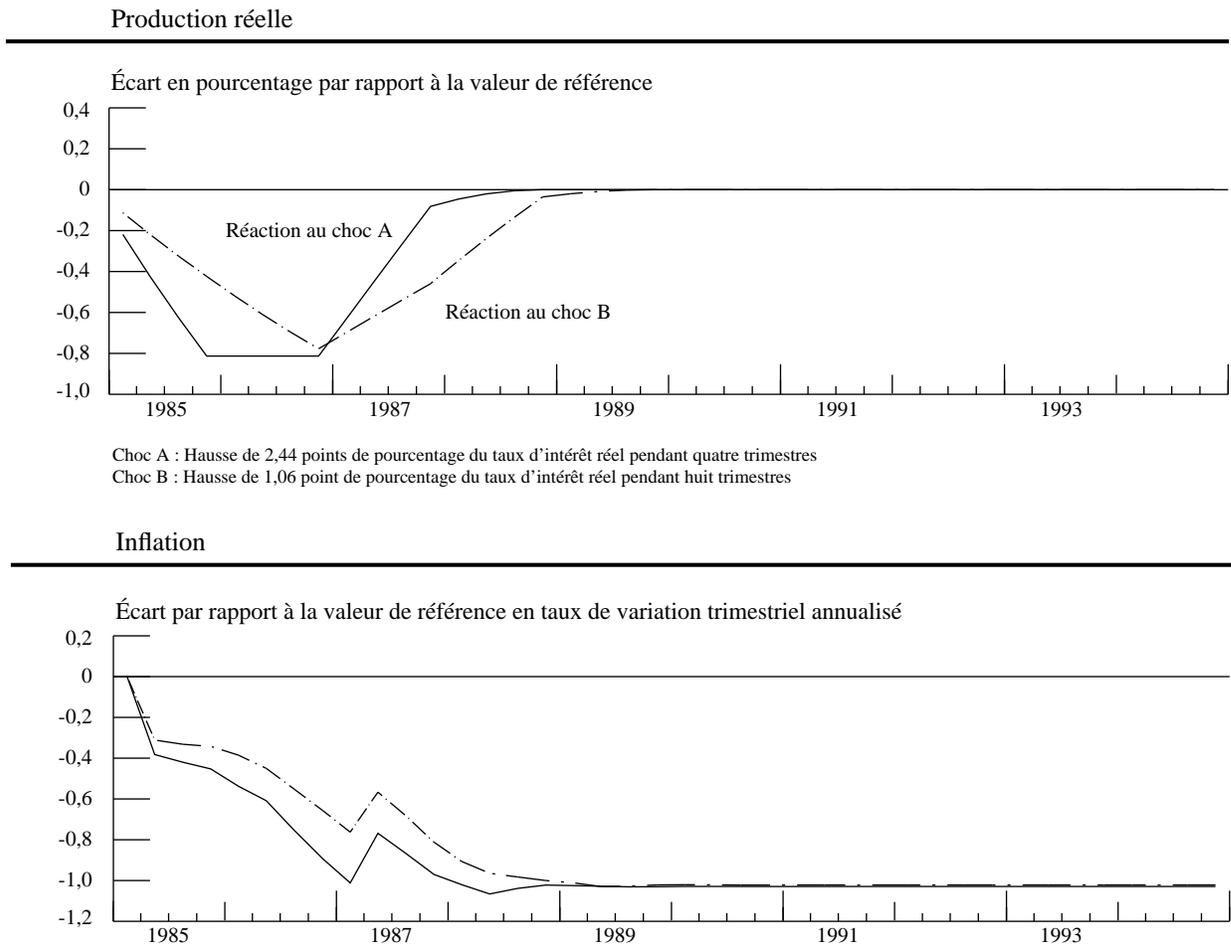
À titre d'exemple, une augmentation d'un point de pourcentage des taux d'intérêt réels à court terme soutenue pendant une année provoquerait une hausse de 0,6 point de l'excédent cumulatif de l'offre (au bout de trois ans) en raison de l'effet des taux d'intérêt et de 0,1 point (au bout de quatre ans)

à cause de l'effet du taux de change, d'où une réduction totale de 0,41 point du taux d'inflation. (On obtient l'effet du taux de change en multipliant l'écart cumulatif du taux de change réel par rapport à la valeur de référence [0,5 %] par l'élasticité estimative de la dépense au taux de change réel [0,2].) Par contre, une augmentation d'un demi-point de pourcentage soutenue pendant deux ans entraînerait toujours une hausse de 0,6 point de l'écart cumulatif en raison de l'effet des taux d'intérêt (bien que ce dernier s'étale sur une période plus longue), mais un accroissement de 0,2 point par le truchement du taux de change, ce qui se solderait par une réduction totale de 0,47 point du taux d'inflation.

Il ressort de ces calculs qu'une baisse d'un point de pourcentage du taux d'inflation nécessiterait une hausse de 244 points de base des taux d'intérêt réels maintenue pendant un an, ou une hausse de 106 points de base soutenue pendant deux ans. La Figure 9 illustre le profil d'évolution de la production et de l'inflation dans les deux cas.

Bien entendu, les marchés peuvent se faire une idée différente des résultats que la banque centrale est en mesure d'obtenir. Il est donc possible que le taux de change ne réagisse pas de la façon prévue aux mesures monétaires prises en courte période. Dans ce cas, la variation des taux d'intérêt nécessaire pour obtenir la réduction souhaitée de l'inflation devrait être ajustée en conséquence. Pour établir l'ampleur appropriée de cette variation, on peut se guider sur l'indice des conditions monétaires, dans lequel entrent les taux d'intérêt et le taux de change pondérés par leur influence relative sur la dépense globale. Les estimations obtenues à partir des équations de demande globale exposées plus haut portent à croire qu'une hausse d'un point de **pourcentage** des taux d'intérêt à court terme a le même effet sur la dépense, en définitive, qu'une appréciation de 3 **pour cent** du taux de change.

Figure 9 Profil d'évolution de la production et de l'inflation selon deux stratégies de réduction de l'inflation



CONCLUSION

Dans les pages qui précèdent, nous avons avancé que les mesures de politique monétaire ont une incidence plus directe sur les taux d'intérêt à court terme et sur le taux de change que sur les agrégats monétaires. Selon la description qui y est donnée du mécanisme de transmission de la politique monétaire, celle-ci agit par le jeu des variations des taux d'intérêt à court terme et du taux de change et influe sur les agrégats monétaires, la dépense globale et les prix avec des retards appréciables. Nous avons aussi fait valoir qu'un petit modèle agrégé se prêtait mieux qu'un gros modèle économétrique à la quantification de ces relations et avons présenté des estimations de l'effet des taux d'intérêt et du taux de change sur l'activité réelle et les prix.

Bien que les agrégats monétaires aient occupé peu de place dans notre analyse, ils fournissent de précieux renseignements sur l'orientation de la politique monétaire. Ces renseignements sont d'une très grande utilité lorsque la banque centrale évalue les conséquences de ses interventions et s'efforce de limiter les risques inhérents à la conduite d'une politique prospective dans un univers stochastique ou incertain. Ces questions sont étudiées plus à fond dans l'article de Duguay et Poloz, publié à la suite du présent texte.

BIBLIOGRAPHIE

- Amano, R. A. et S. van Norden (1993). «Terms-of-trade and real exchange rates: the Canadian evidence», document de travail n° 93-3, Banque du Canada.
- Andersen, L. C. et J. L. Jordan (1968). «Monetary and fiscal actions: A test of their relative importance in economic stabilization», *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 50, 11, pp. 11-24.
- Barro, R. J. (1989). «The Ricardian approach to budget deficits», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 3, pp. 37-54.
- Bernheim, D. B. (1989). «A neoclassical perspective on budget deficits», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 3, pp. 52-72.
- Boothe, P. (1983). «Speculative profit opportunities in the Canadian foreign exchange market, 1974-78», *Revue canadienne d'Économique*, vol. 16, pp. 603-611.
- Boothe, P., K. Clinton, A. Côté et D. Longworth (1985). *Substituabilité internationale des actifs : Théorie et vérification empirique au Canada*, Banque du Canada, Ottawa.
- Boothe, P. et D. Longworth (1986). «Foreign exchange market efficiency tests: Implications of recent empirical findings», *Journal of International Money and Finance*, vol. 5, pp. 135-152.
- Buiter, W. et M. Miller (1982). «Real exchange rate overshooting and the output cost of bringing down inflation», *European Economic Review*, vol. 18, pp. 89-123.
- Caramazza, F. (1986). «The interaction between exchange rate changes and inflation», *Revue de la Banque du Canada*, juillet, pp. 3-14.
- Carroll, C. et L. Summers (1987). «Why have private savings rates in the United States and Canada diverged?», *Journal of Monetary Economics*, vol. 20, pp. 249-279.
- Cozier, B. et G. Wilkinson (1990). «How large are the Costs of Disinflation in Canada?», document de travail n° 90-6, Banque du Canada.
- Cozier, B. (1992). *Wage and price dynamics in Canada*, Rapport technique n° 56, Banque du Canada.
- Dornbusch, R. (1976). «Expectations and exchange rate dynamics», *Journal of Political Economy*, vol. 84, pp. 1161-1176.
- Duguay, P. (1979). «Bref aperçu d'un modèle à forme réduite de prévision de la dépense nationale brute au Canada», *Actualité économique*, vol. 55, pp. 411-425.
- Duguay, P. (1982). «L'influence des taux d'intérêt sur l'offre macro-économique : conséquences pour le contrôle de l'inflation», communication présentée à la 22^e assemblée annuelle de la Société canadienne de science économique, Montréal.
- Duguay, P. et S. Poloz (1994). «Le rôle des projections économiques dans la formulation de la politique monétaire au Canada», article reproduit dans le présent volume.
- Frankel, J. (1979). «On the mark: A theory of floating exchange rates based on real interest differentials», *American Economic Review*, vol. 69, pp. 610-622.
- Gordon, R. J. (1988). «The role of wages in the inflation process», *American Economic Review*, vol. 78, pp. 276-283.
- Hercowitz, Z. (1986). «The real interest rate and aggregate supply», *Journal of Monetary Economics*, vol. 18, pp. 121-145.
- Hostland D., S. Poloz et P. Storer (1988). *An analysis of the information content of alternative monetary aggregates*, Rapport technique n° 48, Banque du Canada.

- Johnson, D. (1986). «Consumption, permanent income and financial wealth in Canada: empirical evidence on the intertemporal approach to the current account», *Revue canadienne d'Économique*, vol. 19, pp. 189-206.
- Laxton, D. et R. Tetlow (1992). *A simple multivariate filter for measurement of potential output*, Rapport technique n° 59, Banque du Canada.
- Longworth, D., P. Boothe et K. Clinton (1983). *L'efficacité des marchés des changes*, Banque du Canada, Ottawa.
- Longworth, D. et S. Poloz (1986). *A comparison of alternative monetary policy regimes in a small dynamic open-economy simulation model*, Rapport technique n° 42, Banque du Canada.
- Longworth, D. et P. Muller (1991). «Implementation of monetary policy in Canada with same-day settlement: Issues and alternatives», document de travail n° 91-3, Banque du Canada.
- Masson, P. (1983). *Asset stocks and the use of monetary and fiscal policies to reduce inflation*, Rapport technique n° 35, Banque du Canada.
- McCallum, J. (1990). «A test of a Keynesian alternative to Hercowitz's aggregate supply theory», *Journal of Monetary Economics*, vol. 25, pp. 145-150.
- Muller, P. (1992). «L'information véhiculée par les agrégats financiers au cours des années 80», *Séminaire sur les questions monétaires 1990*, Banque du Canada, Ottawa.
- Murray, J. et R. Khemani (1989). *International interest rate linkages and monetary policy: A Canadian perspective*, Rapport technique n° 52, Banque du Canada.
- Okun, A. (1977). «Did the 1968 surcharge really work?: Comments», *American Economic Review*, vol. 67, pp. 166-169.
- O'Reilly, B., G. Paulin et P. Smith (1983). *Responses of various econometric models to selected policy shocks*, Rapport technique n° 38, Banque du Canada.
- Parkin, M. (1984). «On core inflation by Otto Eckstein: A review essay», *Journal of Monetary Economics*, vol. 14, pp. 251-264.
- Rose, D. (1988). *Le TCNA au Canada : Les concepts, les déterminants et les estimations*, Rapport technique n° 50, Banque du Canada.
- Rose, D., N. Ricketts et D. Laxton (1993). «Incertitude, apprentissage et crédibilité de la politique monétaire», *Comportement des agents économiques et formulation des politiques en régime de stabilité des prix*, actes d'un colloque tenu à la Banque du Canada, Ottawa.
- Smith, G. et S. Zin (1991). «Persistent deficits and the market value of government debt», *Journal of Applied Econometrics*, vol. 6, pp. 31-44.
- White, W. R. (1991). *Some implications of international financial integration for Canadian public policy*, Rapport technique n° 57, Banque du Canada.

Le rôle des projections économiques dans la formulation de la politique monétaire au Canada

Pierre Duguay et Stephen Poloz

INTRODUCTION

L'objet du présent article est de décrire les aspects économiques du cadre qui préside à la formulation de la politique monétaire au Canada. En raison des décalages qui existent entre le moment où des modifications sont apportées aux instruments de cette politique et celui où elles font sentir leurs effets ultimes, et vu l'incertitude générale entourant le comportement des agents économiques, la nature du cadre en question est explicitement prospective et probabiliste. Par conséquent, la description que nous ferons ici des aspects pratiques du processus d'élaboration de la politique monétaire portera essentiellement sur le rôle que jouent les projections économiques et le suivi à court terme de l'évolution économique. Nous espérons ainsi montrer comment l'incertitude est prise en compte dans le processus de décision et comment les autorités monétaires rajustent le tir face aux imprévus.

Le plan de l'article est le suivant. La première section jette les bases de l'exposé qui suivra en

présentant les aspects conceptuels ou théoriques de la formulation de la politique monétaire, en décrivant les objectifs visés ainsi que leur justification et en établissant le cadre conceptuel dans lequel s'effectuent la planification de la politique, l'analyse des données nouvelles et la prise de décisions. Les indicateurs et les guides utilisés dans la conduite de la politique ainsi que les raisons ayant motivé le choix de ces derniers y sont mis en relief. La deuxième section porte sur la contribution du personnel de la Banque au processus de formulation de la politique monétaire. Elle traite du rôle joué par les projections économiques dans les activités de planification, de suivi et de mise à jour ainsi que des diverses façons dont les autorités monétaires peuvent réagir lorsque les plans ne se réalisent pas comme prévu. L'article se termine par quelques commentaires en guise de conclusion.

OBJECTIFS ET CADRE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE¹

Sur le plan macroéconomique, la banque centrale dispose d'un seul instrument de politique – l'offre de moyens ultimes de paiement –, ce qui implique qu'elle peut prendre pour cible une seule variable nominale indépendante. Reconnaissant cette limite pratique ainsi qu'un certain nombre d'interdépendances importantes entre les divers objectifs prescrits par sa loi constitutive, la Banque du Canada a fait de la réalisation progressive de la stabilité des prix l'objectif central de sa politique monétaire. Les raisons de ce choix étant maintenant bien connues, nous n'en discuterons pas ici; la défense du pouvoir d'achat de la monnaie relève clairement du champ d'action de la politique monétaire et est considérée, dans l'optique monétaire, comme le plus sûr moyen d'atténuer les fluctuations de la production et de l'emploi, ainsi que comme la meilleure contribution que la politique monétaire puisse apporter à la prospérité économique et financière du pays². On s'entend généralement pour dire que l'inflation fausse l'information et sape la confiance à l'égard non seulement de la valeur de la monnaie, mais aussi de la pertinence des solutions générées par le marché³. La Banque estime qu'il n'est pas crédible de s'engager à maintenir un taux d'inflation stable, car une tolérance systématique de l'inflation suscitera des doutes persistants quant à la volonté des

autorités monétaires de contrer les effets d'un choc défavorable qui porterait l'inflation au-dessus de son niveau cible.

Selon la plupart des modèles appartenant au courant dominant de la pensée macroéconomique, le scénario que doivent suivre les autorités monétaires pour rétablir la stabilité des prix à partir d'une situation d'inflation est en gros le suivant : la politique monétaire doit freiner la croissance des agrégats monétaires et de la dépense nominale, ce qui exigera d'abord un resserrement des conditions monétaires (probablement tant une hausse des taux d'intérêt qu'une appréciation de la monnaie); le ralentissement de la demande qui en résultera entraînera avec le temps une décélération de l'inflation qui ouvrira la voie, tôt ou tard, à un assouplissement des conditions monétaires. On peut tenter de chiffrer ce scénario au moyen de modèles économiques afin d'établir un calendrier réaliste pour l'obtention de la stabilité des prix. Toutefois, comme les effets de la politique monétaire sur l'économie se font sentir graduellement et ne peuvent être prédits avec grande précision, et comme d'importants éléments de l'économie et de la politique économique (excluant la politique monétaire) peuvent changer, il faut adopter concrètement une stratégie qui prémunisse dans une certaine mesure contre des erreurs à caractère cumulatif et qui garantisse que les objectifs à plus long terme de la politique monétaire seront pris en considération dans les décisions quotidiennes.

Une bonne façon de décrire le cadre dans lequel est menée la politique monétaire consiste à définir tous les éléments qui se trouvent entre les instruments placés sous le contrôle direct de la banque centrale (principalement l'offre d'encaisses de règlement aux institutions financières) et l'objectif ultime qu'elle s'est fixé (améliorer la tenue de l'économie en cherchant à

1. *Les fondements du cadre conceptuel présidant à la conduite de la politique monétaire au Canada sont exposés dans Bouey (1982) et Crow (1988) et passés en revue dans Freedman (1990b).*

2. *Crow (1989b), Selody (1990) et Howitt (1990). Voir également les études consacrées à l'évaluation de l'objectif de stabilité des prix que l'Institut C. D. Howe a parrainées : Lipsey (1990) et York (1990).*

3. *Voir par exemple Leijonhufvud (1981, chap. 9) ainsi que le Rapport annuel du gouverneur pour l'année 1990.*

réaliser la stabilité des prix). Ces éléments vont des cibles immédiates telles que les taux d'intérêt à court terme, sur lesquelles les instruments agissent directement, aux objectifs ou cibles ultimes tels que la stabilité des prix et la croissance économique, en passant par les variables intermédiaires qui peuvent servir de point d'ancrage nominal et ainsi nous protéger contre des erreurs à caractère cumulatif, comme par exemple les agrégats monétaires, le taux de change ou la dépense nominale.

Depuis vingt ans, le débat entourant le choix des objectifs propres de la politique monétaire a surtout porté sur les cibles intermédiaires. De 1975 à 1982, la Banque du Canada a utilisé l'agrégat monétaire M1 (la somme de la monnaie hors banques et des dépôts à vue dans les banques) comme cible intermédiaire explicite et les taux d'intérêt à court terme comme cible immédiate (voir White, 1979). Le choix de M1 à titre de cible intermédiaire de la politique monétaire visait à susciter une réduction graduelle de l'inflation. Comme il semblait exister une relation fiable entre la demande d'encaisses de transaction d'une part et la dépense globale et les taux d'intérêt à court terme d'autre part, l'adoption d'une cible fixée en fonction de M1 offrait un moyen commode d'établir des taux d'intérêt permettant d'influer directement sur la dépense globale. Malheureusement, à cause de la forte élasticité de la demande de M1 aux taux d'intérêt, les variations de taux nécessaires pour que soit respecté le rythme d'expansion visé pour M1 étaient trop faibles pour prévenir de larges écarts de la dépense globale et de l'inflation par rapport à la trajectoire souhaitée. En principe, il aurait été possible de surmonter ce problème en fixant M1 de manière à contrecarrer les variations conjoncturelles, bien qu'il eût été alors plus difficile d'expliquer la formulation de la politique monétaire. Quoiqu'il en soit, les changements structurels qu'a subis la demande

d'encaisses de transaction sous la pression des innovations financières ont amené la Banque à abandonner M1 comme cible en 1982⁴.

Les recherches effectuées en vue de découvrir un autre agrégat monétaire qui puisse jouer le rôle attribué à M1 n'ont pas abouti. L'apparition de comptes d'épargne à intérêt quotidien avec tirage de chèques a brouillé la distinction entre les encaisses de transaction et les encaisses tenues à des fins d'épargne, amenant ainsi les autorités à s'intéresser aux agrégats monétaires plus larges. Ces derniers sont capables d'englober les nombreuses modifications structurelles de la demande de monnaie attribuables aux innovations financières et, comme ils sont relativement moins sensibles aux variations du niveau général des taux d'intérêt, ils reflètent généralement mieux que M1 l'évolution de la dépense globale (en particulier celle des prix). Du même coup, toutefois, la banque centrale n'exerce pas plus d'influence directe sur eux qu'elle n'en a sur la dépense nominale globale. En outre, la relation entre ces agrégats plus larges et la dépense nominale peut être modifiée par une variation de la proportion de la demande de crédit que satisfont les intermédiaires financiers ou par les déplacements de fonds entre obligations d'épargne du Canada et dépôts d'épargne; par ailleurs, on a constaté que les fonctions de demande des agrégats plus larges présentent une dérive aléatoire, ce qui réduit considérablement leur utilité en tant que point d'ancrage nominal (voir Caramazza, Hostland et Poloz, 1990; Caramazza, Hostland et McPhail, 1992; Hostland, 1990).

Le taux de change nominal est une autre variable fréquemment proposée comme cible intermédiaire possible de la politique monétaire

4. Pour une évaluation des résultats obtenus au Canada avec M1 pris pour cible, consulter Courchene (1981), Bouey (1982) et Thiessen (1983).

(voir par exemple Artis et Currie, 1981). Bien que la Banque reconnaisse que le taux de change est un prix important pour l'économie canadienne et qu'elle exerce sur lui une certaine influence (loin d'être exclusive cependant), elle ne le considère pas comme une cible intermédiaire appropriée pour la conduite de la politique monétaire. En effet, prendre le taux de change pour cible revient à donner beaucoup de poids à la politique monétaire et à la situation économique d'un autre pays. La Banque considère le taux de change comme une partie intégrante du mécanisme de transmission de la politique monétaire, comme une variable qui, avec les taux d'intérêt, joue un rôle capital dans l'égalisation de l'offre et de la demande globales (Crow, 1992). Étant donné que l'ampleur des effets des mesures monétaires sur le taux de change est imprévisible, la Banque se sert d'une mesure combinant les variations du taux d'intérêt à trois mois et du taux de change effectif, pondérées par une estimation de leur influence relative sur la demande globale, comme indicateur général des conditions monétaires (Crow, 1989b; Murray et Khemani, 1990; Poloz, 1990)⁵. Cette mesure est un rappel constant du rôle que joue le taux de change, tout comme les taux d'intérêt à court terme, dans la transmission de la politique monétaire. Toutefois, il est également vrai que les variations du taux de change ont un rôle à jouer lorsque l'offre et la demande subissent des chocs, en particulier quand les fluctuations des prix mondiaux des produits de base modifient les termes de

l'échange. L'évolution du taux de change amortit ces fluctuations, en répartit l'incidence sur l'ensemble de l'économie et en atténue les effets perturbateurs sur les coûts et les prix intérieurs.

Masson (1983), Bean (1983), Longworth et Poloz (1986) et McCallum (1988 et 1990), entre autres auteurs, ont examiné les avantages de la dépense nominale comme point d'ancrage nominal. Si la capacité des banques centrales d'influer directement sur la dépense nominale est généralement perçue comme très limitée, il reste que cette variable n'est pas plus difficile à contrôler que la plupart des agrégats monétaires définis au sens large. En outre, la dépense nominale peut être utile aux décideurs publics sur le plan conceptuel du fait qu'elle se situe à peu près à mi-chemin entre les variables financières nominales – telles que les taux d'intérêt à court terme – sur lesquelles la banque centrale peut espérer exercer une influence relativement directe et les variables visées ultimement comme le taux d'inflation. Si, fondamentalement, les déséquilibres réels se résorbent d'eux-mêmes à long terme dans l'économie, les autorités peuvent raisonnablement espérer que la réalisation d'un rythme d'expansion monétaire compatible avec un taux de croissance de la dépense nominale égal à celui du potentiel de production favorisera la stabilité des prix à long terme et, de la même manière, qu'une réduction graduelle du rythme d'expansion monétaire pour le ramener à ce taux de croissance se traduira, avec le temps, par une baisse de l'inflation au niveau souhaité. Par conséquent, la dépense nominale peut être considérée comme un outil qui permet d'établir le lien entre les variations des mesures de la monnaie et du crédit et l'évolution des variables visées à long terme par les autorités monétaires. Cependant, comme le fait remarquer Freedman (1990a), l'intérêt que présente la dépense

5. Il s'agit d'une approximation établie à partir d'estimations empiriques de l'effet relatif des variations des taux d'intérêt réels et du taux de change réel sur la demande globale. Bien que cet effet ne puisse être évalué avec précision, les estimations actuelles portent à croire que l'incidence d'une appréciation de 1 % du taux de change sur la dépense réelle serait à peu près compensée par une réduction de 25 à 35 points de base des taux d'intérêt à court terme. La mesure combine donc la variation des taux d'intérêt à court terme à environ un tiers de l'appréciation, en pourcentage, du taux de change par rapport à une période de référence.

nominale à titre de cible de la politique monétaire est limité par des préoccupations d'ordre pratique telles que la qualité et le délai de production des statistiques relatives à la dépense nominale ainsi que le partage des responsabilités entre la banque centrale et le gouvernement en ce qui concerne la dépense nominale.

L'absence de consensus au sujet du choix d'une autre cible intermédiaire a amené les banques centrales à se concentrer davantage sur les objectifs ultimes de la politique monétaire (Crow, 1993). L'engagement pris à l'égard de la stabilité des prix comme facteur d'une meilleure tenue de l'économie canadienne a été réaffirmé à l'occasion du budget fédéral du 26 février 1991 et s'est concrétisé par l'annonce, faite conjointement par le gouverneur de la banque centrale et le ministre des Finances, de cibles explicites de réduction de l'inflation. Ces cibles, exprimées sous la forme du taux d'augmentation sur douze mois de l'indice des prix à la consommation, s'établissent comme suit : 3 % à la fin de 1992, 2,5 % au milieu de 1994 et 2 % à la fin de 1995, avec une fourchette de variation de 1 % dans chaque cas⁶. Il importe de souligner que cette annonce ne témoignait pas d'un changement d'objectif des autorités monétaires. En effet, comme nous l'avons mentionné précédemment, la stabilité des prix était déjà l'objectif déclaré de la politique monétaire. C'était cependant la première fois qu'était dévoilé un échéancier explicite pour la réalisation de la stabilité des prix, lequel renfermait des jalons précis pour la conduite de la politique monétaire.

Même si des cibles précises ont été arrêtées en matière de réduction de l'inflation, les

nombreuses variables intermédiaires qui interviennent entre les instruments de politique monétaire et le taux d'inflation continuent de jouer un rôle essentiel dans le processus de formulation de la politique monétaire, en raison des décalages à la fois longs et variables avec lesquels les mesures prises par la banque centrale se répercutent ultimement sur le taux d'inflation mesuré. C'est pourquoi une politique orientée vers la réalisation de cibles déterminées en matière d'inflation doit être tournée vers l'avenir et faire une large place aux projections économiques et à un suivi continu de l'évolution économique à l'aide de diverses variables intermédiaires. Les relations entre ces variables sont explicitées dans le cadre des projections économiques auxquelles procède le personnel de la Banque du Canada. La Haute Direction ne prend pas ces projections au pied de la lettre, mais elles lui sont néanmoins utiles pour débattre de la politique monétaire et lui servent de point de référence pour apprécier les facteurs nouveaux et déterminer s'ils nécessitent de nouvelles mesures de la part de la Banque. Ce processus fait l'objet de la prochaine section.

LES PROJECTIONS ÉCONOMIQUES EN TANT QU'AIDES À LA DÉCISION

Le personnel de la Banque établit des projections économiques, dont le niveau de détail varie selon un cycle annuel. Il prépare d'abord à chaque semestre une projection à moyen terme, à un horizon de 6 ou 7 ans, laquelle fera l'objet, au trimestre suivant, d'une mise à jour portant sur les 7, 8 ou 9 trimestres à venir; en outre, au milieu de chaque trimestre, le personnel réévalue la projection précédente, en se concentrant sur les 2 ou 3 trimestres à venir; enfin, une mise à jour a lieu chaque semaine à la lumière des

6. Après la rédaction du présent article, le gouvernement et la Banque ont annoncé que la fourchette visée de 1 à 3 % serait maintenue de 1995 à 1998 et qu'une décision serait prise d'ici 1998, à la lumière des leçons que l'on aura tirées d'une période de faible inflation, au sujet de la fourchette compatible avec la stabilité des prix.

Tableau 1 Vue sommaire du processus d'établissement des projections et de suivi

Activité	Nombre de fois durant l'année	Moment de l'année	Remarques
1. Projection à moyen terme	2	Après la publication des <i>Comptes nationaux</i> des 2 ^e et 4 ^e trimestres	- réexamen de toutes les hypothèses et conventions - horizon d'environ sept ans - analyse complète du point de départ
2. Mise à jour trimestrielle	2	Après la publication des <i>Comptes nationaux</i> des 1 ^{er} et 3 ^e trimestres	- réexamen de la plupart des hypothèses - horizon d'environ deux ans - analyse complète du point de départ
3. Réévaluation faite au milieu du trimestre	4	Environ six semaines après la fin de la projection précédente	- horizon de trois trimestres - évaluation des chocs non prévus au cours de la projection précédente et de leurs conséquences probables pour la politique monétaire
4. Suivi	52	Tous les vendredis	- horizon de deux trimestres - évaluation de tous les renseignements nouveaux et de leur effet cumulatif sur la projection précédente

données les plus récentes. Le Tableau 1 présente une synthèse du cycle des projections réalisées à la Banque.

Les projections à moyen terme

Le personnel de la Banque traduit en projections à moyen terme de l'économie canadienne les cibles de réduction de l'inflation. Ces projections établissent le sentier d'évolution de référence des variables macroéconomiques clés, y compris celles qui sont soumises à l'influence de la Banque, en conformité avec l'objectif de la politique monétaire, le point de départ des projections et l'évolution prévue de certaines variables exogènes. De ce fait, elles constituent un apport très important du personnel de la Banque aux délibérations de la Haute Direction sur la politique à suivre. Jusqu'à une date récente, le modèle économétrique trimestriel

RDXF de la Banque⁷, qui se compose de quelque 400 équations, fournissait le cadre servant à incorporer les avis des spécialistes sectoriels aux projections. Cependant, un nouveau modèle qui remplacera RDXF à titre de principal outil de projection, le MTP (Modèle trimestriel de prévision), est en cours d'élaboration. Le MTP est beaucoup plus agrégé que le modèle RDXF, il comporte des attentes prospectives et rétrospectives et il présente un cadre comptable stocks-flux complet. Le lecteur trouvera une description du prototype du modèle dans Laxton et Tetlow (1992). Le nouveau modèle devrait intégrer dans sa structure une bonne partie des jugements que devaient auparavant porter les spécialistes travaillant avec le modèle RDXF. Toutefois, la nature du processus d'établissement

7. Pour une description du modèle RDXF, voir Robertson et McDougall (1980).

des projections, décrite ci-après, ne devrait guère s'en trouver modifiée.

Chaque équation de comportement du modèle comprend un terme d'erreur, dont l'évolution est déterminée par les spécialistes sectoriels de façon intuitive ou à la lumière des projections fournies par les modèles satellites. Ces hypothèses font l'objet de discussions approfondies entre les membres du personnel au début du processus d'établissement des projections. En dernière analyse, les projections faites par le personnel ont un caractère essentiellement probabiliste, et l'opinion consensuelle, comme l'intervalle de confiance implicite qui l'entoure, est le fruit d'un large éventail de modèles économiques et d'opinions différentes.

Une projection à moyen terme, ayant un horizon de 6 ou 7 ans, est effectuée deux fois l'an, à l'automne et au printemps. On commence par projeter l'évolution de l'économie dans les principaux pays d'outre-mer et aux États-Unis. Les spécialistes sectoriels de l'économie canadienne mettent ensuite à jour leurs projections des autres variables exogènes ainsi que le profil d'évolution des termes d'erreur pour les équations du modèle qui relèvent de leur domaine de compétence. Le sentier d'évolution de référence de l'inflation et les profils projetés des termes d'erreur étant donnés, l'équipe chargée des projections calcule le sentier d'évolution des variables telles que les taux d'intérêt, le taux de change et les agrégats monétaires M1 et M2 qui sera compatible avec les objectifs de la politique monétaire, sous réserve du jugement porté par le personnel. À ce stade, on fait généralement passer le modèle par un processus itératif, au cours duquel les spécialistes corrigent leurs hypothèses en fonction des effets des autres secteurs sur le leur

afin d'accorder le résultat final avec leur propre conclusion. Le personnel peut ensuite élaborer quelques scénarios de rechange afin d'illustrer la marge d'incertitude entourant les projections ainsi que l'importance des risques particuliers qu'ils ont cernés. Il peut par exemple faire varier des hypothèses aussi cruciales que le niveau présumé des cours mondiaux du pétrole et le taux de croissance de la production potentielle, ou encore modifier certains coefficients clés du modèle. La projection produit une gamme de sentiers de croissance pour chacune des variables macroéconomiques clés qui, on l'espère, tient raisonnablement compte de l'incertitude qui accompagne les modèles économiques et tout jugement éclairé. Lorsque les résultats des projections sont présentés à la Haute Direction, celle-ci peut demander qu'on prépare encore d'autres scénarios fondés sur des hypothèses différentes en matière de politique monétaire ou faisant ressortir certains risques qu'elle juge particulièrement pertinents.

Les mises à jour des projections pour le court terme

Une projection est également établie chaque hiver et chaque été, mais elle est moins approfondie et porte sur un horizon plus court, soit de 7 à 9 trimestres. En combinant les projections à moyen terme faites tous les six mois et les deux projections à court terme, on obtient un cycle de projection trimestriel, dont les dates sont déterminées par la publication des *Comptes nationaux des revenus et dépenses* du Canada. La projection à court terme consiste essentiellement à générer un sentier d'évolution des taux d'intérêt (et des conditions monétaires) qui, de l'avis du personnel, est de nature à engendrer une évolution de l'inflation compatible

avec les cibles de réduction visées⁸. Durant les trois mois écoulés depuis la dernière projection, le personnel aura reçu de nouveaux chiffres pour toutes les variables du modèle et les spécialistes sectoriels auront réexaminé le profil des termes d'erreur. Une fois le nouveau point de départ établi, le personnel formulera alors pour toutes les variables de nouveaux scénarios, qui cadreront, d'après lui, avec une évolution appropriée de l'inflation, et il présentera ceux-ci à la Haute Direction. Les risques repérables qui pèsent sur la projection seront mis en relief au moyen de scénarios de rechange.

Outre les projections à moyen et à court terme soumises chaque trimestre à la Haute Direction, il convient de mentionner la réévaluation des projections à très court terme (pour les 2 ou 3 trimestres à venir) à laquelle on procède vers le milieu de chaque trimestre au cours d'une réunion tenue à cet effet. En réalité donc, les projections sont actualisées, de manière plus ou moins approfondie, huit fois l'an.

L'exactitude des prévisions est certes utile dans ce contexte, mais ce qui compte davantage du point de vue de la politique monétaire, c'est que la Banque du Canada réagisse aux erreurs de prévision et aux chocs imprévus de manière à ramener l'économie sur une trajectoire qui permettra de nouveaux progrès vers la stabilité des prix, tout en tenant convenablement compte de l'incertitude entourant les prévisions relatives à l'incidence de ces chocs. L'objet des projections est de tracer des profils d'évolution possibles pour les conditions monétaires sur la base d'hypothèses déterminées en matière de politique et de fournir un cadre comptable

commode permettant d'expliquer les écarts entre les nouvelles données publiées et les projections et de repérer les chocs économiques.

Le suivi de l'évolution économique et le rôle des agrégats de la monnaie et du crédit

Même si les statistiques relatives à l'indice des prix à la consommation et à ses composantes sont publiées rapidement (seulement deux ou trois semaines après la fin du mois auquel elles se rapportent), on observe un décalage appréciable entre les mesures prises par les autorités et leurs effets sur l'inflation; c'est pourquoi on ne peut se contenter de connaître l'ampleur de l'écart le plus récent entre l'inflation mesurée et le niveau visé. Pour porter un jugement éclairé sur le réglage approprié des conditions monétaires, il faut aussi avoir une compréhension de la situation économique actuelle qui permette de prévoir les facteurs susceptibles d'influer sur l'économie au cours des 6 à 8 trimestres à venir.

Les projections faites par le personnel débouchent sur des trajectoires hypothétiques que pourront suivre différentes variables, dont la dépense nominale, les taux d'intérêt, le taux de change et les agrégats monétaires, compte tenu des cibles de réduction de l'inflation et de l'évolution projetée de certaines variables exogènes. Tout au long du trimestre, la Banque suit un large éventail de données économiques de fréquence supérieure (emploi, ventes au détail, logements mis en chantier, salaires, productivité, indices de prix divers, etc.) qui sont susceptibles de renseigner sur la situation fondamentale de l'économie une fois interprétées dans le cadre d'un modèle économique. Les spécialistes sectoriels analysent ces données dès qu'elles deviennent disponibles en faisant largement appel à des modèles sectoriels et évaluent à quel point leurs projections antérieures s'écartent des valeurs observées. Un suivi du PIB qui intègre

8. Dans le document d'information publié sur les cibles de réduction de l'inflation, la Banque a signalé que, si un choc important devait se produire peu avant le prochain jalon sur la trajectoire cible annoncée, il pourrait se révéler impossible d'atteindre la cible au moment prévu; dans ce cas-là, la Banque adopterait les mesures nécessaires pour ramener le taux d'inflation sur la trajectoire visée avant le jalon suivant.

les nouvelles données reçues pendant la semaine est présenté chaque vendredi à la Haute Direction. Cela vaut également pour les projections économiques relatives aux pays d'outre-mer et aux États-Unis.

L'évolution des agrégats de la monnaie et du crédit fournit d'autres renseignements utiles. Étant donné le bruit que contiennent habituellement les données mensuelles, on suppose généralement que les écarts de ces agrégats par rapport à leurs valeurs projetées sont surtout imputables à des modifications de la relation qui unit ces derniers à la dépense globale, peut-être en raison de certains changements d'ordre institutionnel. Si, par contre, un écart par rapport aux valeurs projetées se révèle persistant et ne peut manifestement être expliqué par une évolution des facteurs institutionnels, il est de plus en plus probable que les données indiquent que soit la production, soit les prix (ou les deux) s'écartent eux aussi de la trajectoire projetée.

L'information véhiculée par les agrégats de la monnaie et du crédit est également exploitée sous un autre angle, complémentaire du premier. Les recherches consacrées à ces agrégats montrent que leurs variations peuvent nous renseigner sur l'évolution de la dépense globale et des prix. Le taux d'expansion de M1 réel s'est notamment révélé un excellent indicateur avancé de la croissance de la dépense réelle, tandis que le taux d'expansion de M2 est apparu comme un indicateur avancé du taux d'inflation, M2 et M2+ comptant en outre parmi les meilleurs indicateurs contemporains de la dépense nominale⁹. Ces recherches ont

débouché, entre autres choses, sur une série de modèles astructurels de forme réduite permettant de prévoir la production réelle, l'inflation ou la dépense nominale un ou deux trimestres à l'avance. Dès que les chiffres des agrégats de la monnaie et du crédit sont connus, on se sert de ces modèles indicateurs pour établir des projections à court terme indépendantes dont les spécialistes tiendront compte lors de la projection suivante. En fait, ces modèles astructurels peuvent indiquer à l'avance le sens probable de l'erreur contenue dans les projections du personnel¹⁰.

La réaction aux chocs

On peut distinguer conceptuellement deux types de chocs qui appellent une réorientation de la politique monétaire. Il se peut d'abord que la situation fondamentale de l'économie change ou encore qu'elle n'évolue pas comme prévu, auquel cas les conditions monétaires existantes risquent d'être incompatibles avec l'objectif à moyen terme des autorités, la situation économique n'étant plus perçue de la même façon. La détection des chocs de ce type – ou, à tout le moins, la question de savoir si l'économie évolue ou non comme prévu – constitue bien entendu la raison d'être des activités de suivi décrites précédemment. Une fois qu'un choc de cette nature a été identifié, le personnel en évalue l'effet sur les projections et détermine si la trajectoire projetée des conditions monétaires est

9. Voir Cockerline et Murray (1981), Hostland, Poloz et Storer (1987), Milton (1988) et Muller (1992). M2 est la somme de M1 et de tous les dépôts à préavis ainsi que des dépôts à terme des particuliers dans les banques. M2+ comprend, outre M2, les dépôts dans les institutions parabancaires, les rentes offertes par les compagnies d'assurance vie et les fonds mutuels du marché monétaire.

10. Les nouveaux travaux entrepris dans ce domaine visent principalement à mettre au point des modèles assortis d'un horizon de prévision plus long. Plus précisément, on a constaté lors d'études antérieures que M2 était le meilleur indicateur avancé de l'inflation, mais que la plus forte corrélation était observée deux trimestres à l'avance. Étant donné que des cibles précises de réduction de l'inflation ont été adoptées, il serait plus utile d'essayer de tirer des données économiques et financières contemporaines de l'information avancée sur le taux d'inflation qui s'établira 6 à 8 trimestres plus tard.

toujours compatible avec les objectifs de la banque centrale. Là encore, il convient de noter que les projections faites par le personnel ne représentent qu'un des éléments dont la Haute Direction de la Banque tient compte dans le processus de décision. Elle prend aussi en considération les prévisions émanant d'organismes indépendants du secteur privé, les opinions recueillies dans ses contacts avec des gens de l'extérieur ainsi que l'humeur des marchés financiers et des marchés des changes. Si elle décide de modifier les conditions monétaires, elle orientera ses opérations sur le marché monétaire à court terme de manière à produire le changement souhaité.

Le deuxième type de choc correspond à une modification des conditions monétaires qui ne s'accompagne, selon toute apparence, d'aucune modification de la situation fondamentale de l'économie. Un changement d'humeur pourrait par exemple se produire de manière autonome sur le marché des changes et exercer des pressions à la baisse sur la monnaie nationale. En pareilles circonstances, la Banque voudra réagir immédiatement, tant pour rétablir les conditions monétaires au niveau jugé compatible avec la situation économique et la cible de réduction de l'inflation que pour éviter la possibilité d'une perte de confiance dans le dollar canadien. Dans un premier temps, la Banque interviendra sur le marché des changes pour contrer les effets du choc. Toutefois, si ce dernier persistait, il deviendrait évident que les interventions de la Banque sur le marché des changes ne suffiraient pas à rétablir les conditions monétaires au niveau souhaité. Dans ce cas, la Banque entreprendra d'agir sur le niveau des liquidités dans le système en modifiant les encaisses de règlement des institutions financières participant directement à la compensation, ce qui provoquera une augmentation appropriée des taux d'intérêt. En fait, il arrive souvent que le

fléchissement du taux de change s'accompagne dès le départ de pressions à la hausse sur les taux d'intérêt du marché. Quoi qu'il en soit, la Banque s'efforcera alors de porter graduellement les taux d'intérêt à un niveau qui permettra de compenser, grosso modo, les effets de la variation du taux de change sur la demande globale, de manière à laisser les conditions monétaires à peu près inchangées, à la condition toutefois qu'aucun mouvement spéculatif n'ait pris de l'ampleur sur le marché des changes.

Il pourrait également arriver que des pressions commencent à s'exercer sur le taux de change par suite d'une modification des taux d'intérêt réels aux États-Unis. On peut distinguer trois cas de figure, même si en fait l'éventail des situations possibles forme un continuum dont ressortent ces trois cas limites. Dans le premier cas, une hausse des taux d'intérêt américains pourrait résulter d'un choc expansionniste de la demande globale aux États-Unis. Si la réaction des taux américains était de nature à limiter les retombées sur la demande globale au Canada, on pourrait laisser les taux canadiens augmenter juste assez pour neutraliser l'effet expansionniste estimatif de la dépréciation du dollar canadien. Une deuxième possibilité serait une hausse des taux d'intérêt américains provoquée par une modification de la politique monétaire aux États-Unis – par exemple la décision d'essayer de réduire le taux d'inflation – plutôt que par une réaction à une variation de la demande globale. Ce type de mesure pourrait avoir des répercussions sur la demande globale au Canada et nécessiter un assouplissement des conditions monétaires canadiennes. Selon la manière dont le dollar canadien réagirait à la modification des écarts de taux d'intérêt, l'assouplissement requis pourrait être compatible soit avec une hausse, soit avec une baisse des taux d'intérêt au Canada. Enfin, on pourrait imaginer un choc exogène qui toucherait au

même degré les économies américaine et canadienne. Dans ce cas, dans la mesure où les deux économies réagissent habituellement de la même façon aux variations de taux d'intérêt, on pourrait s'attendre à ce que ces taux évoluent de manière similaire des deux côtés de la frontière.

Il peut arriver que le taux de change soit soumis à des pressions et que les conditions monétaires soient perturbées pour des raisons clairement liées à une évolution fondamentale de l'économie. Plus particulièrement, comme le Canada est un producteur et un exportateur de produits de base, une hausse des cours mondiaux de ces produits pousserait normalement le dollar canadien à la hausse. Comme le dollar devrait dans ce cas s'apprécier en termes réels peu importe la réaction des autorités monétaires, toute tentative visant à compenser par une baisse des taux d'intérêt l'appréciation nominale enregistrée exercerait des pressions à la hausse sur les prix intérieurs. Il est possible que, dans un cas de ce genre, une analyse approfondie révèle qu'aucune variation – ou une variation mineure seulement – des taux d'intérêt n'est nécessaire pour maintenir la trajectoire souhaitée à moyen terme.

sur les agrégats monétaires, la dépense globale et les prix avec un décalage appréciable. La stratégie qui a été adoptée concilie la nécessité de mener une politique prospective avec les risques inhérents à l'utilisation de projections fondées sur des modèles économiques et sur l'appréciation de spécialistes. La Banque fait appel à des projections économiques pour traduire ses objectifs en trajectoires visées pour les instruments de politique monétaire et recourt à divers indicateurs économiques et financiers, notamment aux agrégats monétaires, pour suivre les progrès réalisés et déterminer quand intervenir. Le processus d'établissement des projections et de suivi constitue un mécanisme formel qui permet de faire connaître à la Haute Direction les opinions du personnel sur les perspectives économiques et facilite l'examen des options qui s'offrent à la Banque quand une évolution imprévue menace les objectifs ultimes qu'elle vise. En fin de compte, le cadre utilisé pour la conduite de la politique monétaire est un cadre pragmatique; il ne repose pas sur de simples règles, mais bien sur un processus d'approximations successives ayant pour point d'ancrage une volonté ferme d'instaurer la stabilité des prix à long terme.

CONCLUSION

Nous avons présenté, dans les pages qui précèdent, une vue d'ensemble du cadre dans lequel la politique monétaire est actuellement menée au Canada. Le but de la politique monétaire est l'élimination graduelle de l'inflation. Le cadre utilisé s'inspire d'une conception traditionnelle du mécanisme de transmission de la politique monétaire en régime de taux de change flottants, selon laquelle la politique monétaire agit par le jeu des variations des taux d'intérêt et du taux de change et influe

BIBLIOGRAPHIE

- Artis, M. J. et D. A. Currig (1981). «Monetary Targets and the Exchange Rate: A case for Conditional Targets», *Oxford Economic Papers*, vol. 33, supplément, pp. 176-200.
- Bean, C. R. (1983). «Targeting Nominal Income: An Appraisal», *Economic Journal*, vol. 93, pp. 806-819.
- Bouey, G. K. (1982). *Politique monétaire – À la recherche d'un point d'ancrage*, conférence prononcée sous les auspices de la Fondation Per Jacobsson.
- Caramazza, F., D. Hostland et S. Poloz (1990). «The Demand for Money and the Monetary Policy Process in Canada», *Journal of Policy Modelling*, vol. 12, pp. 387-426.
- Caramazza, F., D. Hostland et K. McPhail (1992). «La demande de M2 et de M2+ au Canada», *Séminaire sur les questions monétaires 1990*, Banque du Canada, Ottawa.
- Cockerline, J. et J. Murray (1981). *A Comparison of Alternative Methods of Monetary Aggregation: Some Preliminary Evidence*, Rapport technique n° 28, Banque du Canada.
- Courchene, T. J. (1981). *Money, Inflation, and the Bank of Canada*, vol. II, Institut C. D. Howe, Montréal.
- Crow, J. W. (1988). «La politique monétaire à l'œuvre au Canada», conférence donnée sous les auspices de la Fondation Eric J. Hanson à l'Université de l'Alberta, Edmonton, et reproduite dans la livraison de février 1988 de la *Revue de la Banque du Canada*.
- Crow, J. W. (1989a). «Le rôle de la politique monétaire», *Revue de la Banque du Canada*, décembre.
- Crow, J. W. (1989b). «Allocution prononcée par John W. Crow Gouverneur de la Banque du Canada à un colloque sur les questions de politique monétaire dans les années 90 organisé par la Banque fédérale de réserve de Kansas City», *Revue de la Banque du Canada*, septembre.
- Crow, J. W. (1992). «Le rôle du taux de change dans la dynamique de la politique monétaire», *Revue de la Banque du Canada*, septembre.
- Crow, J. W. (1993). «La politique monétaire, le mandat des banques centrales et l'obligation qu'elles ont de rendre compte», conférence commémorative Gerhard de Kock prononcée à Pretoria (Afrique du Sud) en février, *Revue de la Banque du Canada*, printemps.
- Freedman, C. (1983a). «Financial Innovation in Canada: Causes and Consequences», *American Economic Review*, vol. 57, pp. 462-473.
- Freedman, C. (1990a). «Implementation of Monetary Policy», *Monetary Policy and Market Operations*, actes d'un colloque réunissant les banques centrales des pays riverains du Pacifique et organisé par la Banque de réserve d'Australie, Ambassador Press, Sydney.
- Freedman, C. (1990b). «Monetary Policy in the 1990s: Lessons and Challenges», *Monetary Policy Issues in the 1990s*, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Gordon, R. J. (1985). «The Conduct of Domestic Monetary Policy», *Monetary Policy in Our Times*, sous la direction d'A. Ando, H. Eguchi, R. Farmer et Y. Suzuki, M.I.T. Press, Cambridge (Massachusetts).
- Hostland, D. (1990). «The stability of the Long-Run Demand for Money in Canada: Some Evidence from Co-integration Tests», communication préparée en vue de l'assemblée annuelle de l'Association canadienne d'économique, Victoria (C.-B.).

- Hostland, D., S. Poloz et P. Storer (1987). *An Analysis of the Information Content of Alternative Monetary Aggregates*, Rapport technique n° 48, Banque du Canada.
- Howitt, P. (1990). «Zero Inflation as a Long-Term Target for Monetary Policy», *Zero Inflation: The Goal of Price Stability*, sous la direction de R. G. Lipsey, Policy Study 8, Institut C. D. Howe, Toronto.
- Laxton, D. et R. Tetlow (1992). *Government Debt in an Open Economy*, Rapport technique n° 58, Banque du Canada, Ottawa.
- Leijonhufvud, A. (1981). *Information and Coordination: Essays in Macroeconomic Theory*, Oxford University Press, New York.
- Lipsey, R. G. éd. (1990). *Zero Inflation: The Goal of Price Stability*, Policy Study 8, Institut C. D. Howe, Toronto.
- Longworth, D. et S. Poloz (1986). *A Comparison of Alternative Monetary Policy Regimes in a Small Dynamic Open-Economy Simulation Model*, Rapport technique n° 42, Banque du Canada.
- Masson, P. (1983). *Asset Stocks and the Use of Monetary and Fiscal Policies to Reduce Inflation*, Rapport technique n° 35, Banque du Canada.
- McCallum, B. T. (1988). «Robustness Properties of a Rule for Monetary Policy», *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 29, pp. 173-204.
- McCallum, B. T. (1990). «Targets, Indicators and Instruments of Monetary Policy», document de travail WP/90/41, FMI, avril.
- Milton, L. (1988). *An Analysis of the Information Content of Alternative Credit Aggregates*, Rapport technique n° 49, Banque du Canada.
- Muller, P. (1992). «L'information véhiculée par les agrégats financiers au cours des années 80», *Séminaire sur les questions monétaires 1990*, Banque du Canada, Ottawa.
- Murray, J. et R. Khemani (1990). *International Interest Rate Linkages and Monetary Policy: A Canadian Perspective*, Rapport technique n° 52, Banque du Canada.
- Poloz, S. (1990). «Postscript: Exchange Rate Policy in Canada», *Choosing an Exchange Rate Regime: The Challenge for Smaller Industrial Countries*, sous la direction de V. Argy et de P. DeGrauwe, Fonds monétaire international, Washington.
- Robertson, H. et M. McDougall (1980). *The Structure and Dynamics of RDXF – September 1980 Version*, Rapport technique n° 26, Banque du Canada.
- Selody, J. (1990). *The Goal of Price Stability: A Review of the Issues*, Rapport technique n° 54, Banque du Canada.
- Thiessen, G. (1983). «The Canadian Experience with Monetary Targeting», *Central Bank Views on Monetary Targeting*, sous la direction de Paul Meek, Federal Reserve Bank of New York.
- White, W. R. (1979). «Alternative Monetary Targets and Control Instruments in Canada: Criteria for Choice», *Revue canadienne d'Économique*, vol. 12, pp. 590-604.
- York, R. C. éd. (1990). *Taking Aim: The Debate on Zero Inflation*, Policy Study 10, Institut C. D. Howe, Toronto.

Les opérations de la Banque du Canada sur les marchés financiers

Tim Noël

INTRODUCTION

Je remercie la *Toronto Association for Business and Economics* et la *Treasury Management Association of Toronto* pour l'invitation qui m'a été faite de prendre la parole devant vous aujourd'hui. Au cours de la dernière année et demie, la Banque du Canada a apporté d'importants changements à la façon dont elle met en œuvre la politique monétaire et intervient sur les marchés financiers. Compte tenu de votre activité sur ces marchés et de l'intérêt que vous portez à la question, il est tout à fait approprié et opportun que je traite de ces changements avec vous.

Toutefois, avant d'aborder la question des opérations de mise en œuvre de la politique monétaire, je voudrais commencer par attirer votre attention sur un aspect de plus en plus important du cadre général dans lequel la Banque opère, soit la transparence. La Banque a multiplié les mesures propres à rendre ses actions plus transparentes parce qu'il est de plus en plus

admis que la transparence va de pair avec la crédibilité et l'efficacité des politiques. Notre engagement à accroître la transparence de nos actions s'est traduit notamment par l'introduction de cibles précises de maîtrise de l'inflation, par la propagation du concept de conditions monétaires, par la façon dont nous évaluons celles-ci et par la publication, deux fois par an, du *Rapport sur la politique monétaire*. Une plus grande transparence caractérise aussi nos rapports avec les marchés financiers, et c'est de ce sujet que je veux traiter aujourd'hui.

Nous avons adopté toutes ces mesures dans le but de réduire l'incertitude qui entourait nos objectifs, notre perception de l'évolution économique et financière et nos actions. Ainsi, par ricochet, tous les agents économiques – les investisseurs, les courtiers, les consommateurs, les travailleurs et les entreprises – comprendront notre point de vue, ce qui devrait augmenter les chances que les attentes du marché et les nôtres concordent.

LA NATURE ET LE BUT DU NOUVEAU MODE D'INTERVENTION SUR LES MARCHÉS

Voyons maintenant ce qu'il y a de nouveau dans la façon dont la Banque mène ses opérations sur les marchés financiers. Lorsque j'ai été nommé sous-gouverneur à la Banque du Canada en 1994, j'ai reçu comme responsabilité la supervision des opérations sur les marchés financiers et de gestion de la dette. Pour la première fois, les opérations de la Banque sur les marchés financiers intérieurs et internationaux relèvent d'un seul sous-gouverneur et, depuis août, ces deux secteurs ont été regroupés au sein du nouveau département des Marchés financiers. Les salles où sont menées les opérations sur les marchés intérieurs et les marchés internationaux seront réunies. La décision de regrouper ces activités a été prise non parce que nous venions soudainement de nous rendre compte des liens qui unissent ces marchés, mais parce que nous espérons, par ce changement, améliorer les communications internes et explorer les possibilités de réduire les coûts.

À la réorganisation de nos opérations sont venus s'ajouter, depuis un an environ, des changements majeurs dans nos méthodes d'intervention sur les marchés intérieurs et internationaux. Cette évolution traduit à la fois notre volonté de rendre nos opérations plus transparentes et la reconnaissance de notre part des liens importants qui existent entre ces deux marchés. Je voudrais maintenant aborder nos activités sur le marché des changes.

L'an dernier, la Banque a entrepris un examen des opérations de change qu'elle effectue au nom du gouvernement. Avec l'accord du ministère des Finances, nous avons annoncé certains changements propres à

accroître l'efficacité et l'efficacité des interventions officielles sur le marché des changes. L'objectif fondamental de nos interventions reste de veiller à ce que les marchés fonctionnent de façon ordonnée dans le contexte d'un régime de taux de change flottant. Par le passé, la poursuite de cet objectif a eu tendance à nous amener à intervenir fréquemment dans le but d'atténuer les tendances du marché. Ainsi, nous sommes intervenus même lorsque les variations du taux de change ne faisaient que refléter les facteurs économiques fondamentaux et restaient relativement modérées. Étant donné la forte croissance du marché du dollar canadien et l'accroissement tout aussi important de sa profondeur et de sa liquidité ces dernières années, nous avons estimé qu'il était temps de modifier nos modes d'intervention. Maintenant, nous intervenons généralement moins souvent, mais plus vigoureusement. Il s'agit de faire face aux fortes variations à court terme du dollar qui sont susceptibles de se transformer en mouvements désordonnés, et non aux variations tendancielles progressives tenant à l'évolution des facteurs fondamentaux de l'économie.

Par ailleurs, les interventions sur le marché des changes pourraient être coordonnées plus étroitement avec les opérations que nous menons sur le marché monétaire canadien lorsqu'on craindra que la faiblesse de la monnaie ne s'auto-alimente. Il importe de faire remarquer toutefois que, dans des circonstances plus normales, les interventions sur le marché des changes *ne* sont *pas* coordonnées avec les opérations menées sur le marché monétaire intérieur. Comme je l'ai déjà déclaré, elles visent à préserver le bon fonctionnement des marchés.

Je voudrais maintenant aborder la question des opérations que mène la Banque du Canada sur les marchés monétaires au Canada. Notre capacité d'agir directement sur les taux d'intérêt à un jour a toujours été l'outil clé que nous

utilisons dans ces opérations. L'innovation majeure, lancée en juin 1994, a été l'instauration d'une fourchette cible des taux du financement à un jour. Il s'agit là d'un important changement, puisque la Banque a remplacé le taux des bons du Trésor à trois mois par celui des fonds à un jour comme objectif opérationnel à court terme. Auparavant, le contrôle que nous exerçons sur les réserves du système bancaire et les opérations d'open market que nous menions sur le marché du financement à un jour nous permettaient d'influencer les taux à un jour de telle manière que nous étions en mesure, en tenant également compte des achats ou des ventes de bons du Trésor, de fixer avec assez de précision le niveau du taux des bons du Trésor à trois mois. Par l'entremise de l'effet qu'elles avaient sur les anticipations, les mesures que nous prenions alors agissaient sur toute la courbe des rendements et le taux de change et, partant, sur les conditions monétaires globales.

La raison première qui explique l'adoption d'une nouvelle cible opérationnelle est le fait que le taux à un jour est celui que la Banque peut influencer le plus directement. Par conséquent, les mesures que nous prenons pour maintenir ce taux à l'intérieur d'une fourchette de variation donnée, ou pour modifier la fourchette, devraient être plus faciles à comprendre et à interpréter par les opérateurs. C'est grâce aux liens très forts qui unissent le taux à un jour et l'ensemble des taux à court terme sur le marché que nous avons pu procéder à ce changement de cible. Je dois aussi faire remarquer que l'adoption de fourchettes opérationnelles pour le taux à un jour a donné lieu entre autres à une baisse de volatilité de ces taux et à des oscillations un peu plus grandes du taux à trois mois.

Avant d'aborder la description de nos activités sur les marchés financiers intérieurs, je souligne le fait que, même si la cible principale de nos opérations sur le marché monétaire

intérieur a changé, les outils que nous utilisons restent quant à eux les mêmes. Ces outils sont surtout la gestion des soldes de règlement que les institutions financières tiennent à la Banque du Canada, ensuite les opérations à réméré, soit les prises en pension spéciales et les cessions en pension, et enfin les achats et ventes ordinaires de bons du Trésor que nous faisons à l'occasion.

LES OPÉRATIONS DE MARCHÉ DE LA BANQUE DU CANADA

Je vais maintenant vous décrire notre mécanisme d'intervention compte tenu de l'accent plus grand qui est mis sur le taux du financement à un jour. La Banque du Canada vise quotidiennement un taux des fonds à un jour se situant à l'intérieur de la fourchette de 50 points de base. Le mécanisme des tirages et des dépôts quotidiens est utilisé pour faire en sorte que le taux à un jour oscille autour du taux cible quotidien. Pour éviter que la Banque ne soit obligée de recourir inutilement à de fréquentes opérations à réméré destinées à maintenir le taux à l'intérieur de la fourchette, le taux cible quotidien ne se situe généralement pas aux points extrêmes de la fourchette. Toutefois, dans certaines circonstances, il peut arriver que nous maintenions ce taux très près de la limite supérieure ou inférieure de la fourchette durant un certain nombre de jours, comme première étape menant à l'augmentation ou à la réduction éventuelle de la fourchette.

En tâtant ainsi le terrain, la Banque peut évaluer les réactions du marché à l'égard des répercussions qu'une variation de notre fourchette pourrait avoir sur d'autres taux d'intérêt et sur le taux de change. Permettez-moi d'ajouter que, de façon générale, les points de

vue des opérateurs nous tiennent à cœur. De fait, nous cherchons à obtenir du marché, à la fois par des contacts directs et par les prix des actifs financiers, un point de vue indépendant. À cet égard, nous espérons que nos nouvelles modalités de fonctionnement fournissent aux opérateurs un cadre plus clair dans lequel ils peuvent nous faire savoir ce qu'ils pensent de nos opérations.

La Banque intervient au besoin de manière à ce que la plupart des opérations sur le marché des fonds à un jour se concluent à des taux se situant à l'intérieur de la fourchette. Lorsque le taux à un jour commence à s'établir de façon persistante au-delà de la limite supérieure de la fourchette, la Banque injecte temporairement des liquidités dans le système en concluant des prises en pension spéciales. En revanche, lorsqu'il semble que ce taux est sur le point de tomber en deçà de la limite inférieure de la fourchette cible, nous offrons des cessions en pension, ce qui a pour effet de siphonner temporairement les liquidités du marché des fonds à un jour.

Il importe de remarquer que certaines opérations peuvent se conclure sur le marché des fonds à un jour à des taux s'établissant à l'extérieur de la fourchette sans pour autant que nous n'intervenions. Notre but est d'en arriver à un taux quotidien moyen se situant à l'intérieur de la fourchette. Par conséquent, des cas isolés où des opérations sont menées à des taux en dehors des limites de la fourchette ne provoqueront probablement pas une intervention de la Banque du Canada. De nombreux autres facteurs, tels que l'ampleur et la concentration des besoins de financement, le temps écoulé depuis la dernière intervention le même jour et les perspectives de retour des taux dans les limites de la fourchette, sont pris en compte lorsque nous déterminons s'il convient d'intervenir ou non.

La modification de la fourchette de variation du taux du financement à un jour constitue un événement très important pour la Banque et pour le marché. Elle peut indiquer que la Banque souhaite changer la trajectoire des conditions monétaires afin de la rendre compatible avec les cibles de réduction de l'inflation. Ou bien, après l'établissement du cours du dollar canadien à un nouveau niveau, que la Banque cherche à rééquilibrer l'indice des conditions monétaires, qui est composé du taux d'intérêt et du taux de change, de manière à ce que les conditions monétaires globales retrouvent leur niveau antérieur. Ou encore qu'une modification de la fourchette contribuerait à apaiser les marchés en face d'événements inattendus.

Les changements de fourchette sont communiqués au marché aussi rapidement et clairement que possible, par le truchement de prises en pension spéciales ou de cessions en pension effectuées au nouveau taux applicable. Par souci d'efficacité de la communication, la Banque offre de conclure des opérations au nouveau taux une fois la décision de modifier la fourchette prise, quel que soit le niveau du taux du financement à un jour en vigueur. Les agents agréés du marché monétaire et les grandes banques transmettent presque instantanément au reste du marché la nouvelle d'un changement de fourchette.

L'heure à laquelle la modification de la fourchette a lieu dépend de ce que la Banque cherche à accomplir. Les modifications effectuées pour tenir compte des facteurs fondamentaux de l'économie ou pour rééquilibrer les conditions monétaires surviennent généralement vers 9 heures. Celles qui visent à apaiser les marchés peuvent quant à elles survenir n'importe quand dans la journée.

Même si notre mode d'intervention penche plus vers le taux à un jour, nous utilisons encore à l'occasion un autre outil dont nous disposons, à

savoir les achats ou les ventes de bons du Trésor, conclus généralement dans le but d'atténuer les variations de l'ensemble des taux d'intérêt à court terme. Nous intervenons maintenant de façon générale moins souvent sur le marché des bons du Trésor que par le passé.

Le taux officiel d'escompte, étant toujours lié au taux des bons du Trésor à trois mois, la Banque demeure sensible aux variations rapides sur ce marché. Mais fait plus important encore, le taux d'intérêt utilisé dans l'indice des conditions monétaires est un taux à trois mois. La Banque peut ainsi continuer à avoir une opinion au sujet du rythme d'évolution des taux du marché monétaire même si elle ne croit pas nécessaire ou approprié de modifier sa fourchette pour le taux à un jour. En conséquence, il peut arriver que la Banque vende des bons du Trésor et offre en même temps des prises en pension spéciales de manière à maintenir le taux à un jour dans la fourchette. Il ne faut voir là aucune contradiction, mais plutôt le souhait de transmettre deux messages, dont le plus important est la stabilité de la fourchette. C'est dans ce contexte que la Banque du Canada a annoncé, dans un communiqué publié récemment, qu'elle ne limiterait plus ses interventions à un seul taux durant l'intervalle qui sépare les adjudications hebdomadaires, mais plutôt aux taux pratiqués sur le marché. Cela montre encore plus que la Banque est disposée à laisser le taux à trois mois évoluer selon les forces du marché.

Je dois dire que notre nouveau mode d'intervention n'a pas été arrêté du jour au lendemain. En effet, tous ses aspects n'étaient pas encore décidés lorsque nous avons introduit le concept de la fourchette cible. Par exemple, au début, la Banque ne signalait de modification de la fourchette par le truchement des prises en pension spéciales ou des cessions en pension que lorsque les taux à un jour menaçaient de sortir

des limites de la nouvelle fourchette. Notre démarche actuelle est plus compatible avec notre objectif de transparence.

Avant de conclure, j'aimerais souligner deux phénomènes qui entraîneront d'autres changements à la façon dont nous intervenons sur les marchés. Le premier est la prise en charge, au cours des prochains mois, du traitement des bons du Trésor par le système de compensation des titres d'emprunt (SECTEM) de La Caisse canadienne de dépôt de valeurs limitée (CDS). La croissance attendue du marché des pensions portant sur des bons qui en résultera pourrait nous amener à inclure dans nos calculs du taux officiel de financement à un jour le taux à un jour général des opérations de pension.

Le second phénomène, et le plus important, est la mise en place d'un système de transfert de paiements de grande valeur (STPGV) qui fournira la finalité de règlement en temps réel. Ce système, qui devrait commencer à fonctionner en 1997, aura une grande incidence sur la façon dont nous procéderons pour influencer les taux à un jour. Nous avons l'intention de discuter avec les opérateurs des marchés financiers des changements que nous pourrions apporter au mode de conduite de la politique monétaire dans le cadre d'un STPGV, peut-être d'ici la fin de l'année. Ces changements pourraient entre autres amener la Banque à décider de ne plus lier le taux officiel d'escompte à celui des bons du Trésor à trois mois, mais plutôt à quelque chose touchant plus directement nos opérations de politique monétaire. On pourrait ainsi, par exemple, porter le taux d'escompte à la limite supérieure de la fourchette cible. Lorsque nous comprendrons mieux la nature des nouvelles techniques à mettre à contribution dans le nouvel environnement, il est possible que nous

envisagions de procéder à certains changements avant même la mise en place du STPGV.

CONCLUSION

En guise de conclusion, je voudrais réaffirmer l'engagement de la Banque à opérer avec plus d'ouverture et de transparence en matière de politique monétaire. Cet engagement se reflète à la fois dans le plus grand accent mis sur des communications efficaces et dans les changements apportés au mode de conduite de la politique monétaire par l'entremise des marchés financiers. Il n'y a pas de doute que d'autres changements surviendront au fil du temps. À cet égard, je vous assure que nous continuerons de consulter le marché de manière à rendre ces changements le plus efficaces, clairs et compréhensibles possible. En recherchant une plus grande transparence dans la mise en œuvre de sa politique monétaire, la Banque veut faire en sorte que ses actions soient bien comprises par les opérateurs. De cette façon, les marchés pourront évaluer plus facilement la compatibilité de nos opérations avec les cibles de maîtrise de l'inflation fixées sur la voie menant à la stabilité des prix.