



# Revue de la Banque du Canada

## Printemps 2004

### *Articles*

<b>L'enquête de la Banque du Canada sur les perspectives des entreprises</b> .....	3
<b>La transmission des variations des taux de change dans les pays industrialisés</b> .....	21
<b>Les effets de richesse sont-ils importants au Canada?</b> .....	33

---

### *Discours*

<b>Introduction</b> .....	41
<b>S'adapter à une économie en mutation</b> .....	43

---

### *Annonces diverses*

<b>Publications de la Banque du Canada</b> .....	49
<b>Tableaux synoptiques</b> .....	53
<b>Notes relatives aux tableaux</b> .....	59

## Couverture

# Les célébrations du millénaire de la fondation de Rome

La frappe de pièces commémorant des faits marquants de l'histoire d'une nation est une pratique qui remonte à l'Antiquité grecque et romaine. En 1992, pour souligner le 125<sup>e</sup> anniversaire de la Confédération, le Canada a émis des pièces de un dollar et de 25 cents ornées de paysages et de symboles canadiens, notamment le phare de Peggy's Cove en Nouvelle-Écosse, les cheminées de fée de l'Alberta et un inukshuk autochtone.

Les célébrations du millénaire de la fondation de Rome eurent lieu en 248 après J.-C. sous le règne de l'empereur Philippe I<sup>er</sup> (244-249), dont l'histoire se souvient pour ses nombreuses victoires militaires, ses réformes administratives et une certaine tolérance envers les religions. Les fêtes du millénaire de Rome n'en demeurent pas moins le grand événement de son règne. Au milieu du tumultueux III<sup>e</sup> siècle, le petit village fondé sur les berges du Tibre en 753 avant J.-C. était devenu la capitale d'un empire qui s'étendait de l'Espagne à l'ouest à la Mésopotamie à l'est, et de l'Angleterre au nord jusqu'à l'Égypte au sud.

Dans le cadre des festivités du millénaire, qui commencèrent le 21 avril, Philippe fit donner des jeux

somptueux au *Circus Maximus* de Rome. Bon nombre des animaux présentés alors — lions, hippopotames, gazelles, boucs, cerfs, etc. — figuraient sur une série de pièces commémoratives. Frappées au nom de membres de la famille impériale, les pièces d'or, d'argent et de bronze arboraient aussi l'effigie de Philippe, de son épouse Otacilia Severa et de son fils Philippe II. L'un des spécimens figurant en page couverture montre le temple de la déesse Rome, qui personnifie la cité. On pouvait apercevoir sur d'autres pièces une colonne portant l'inscription « Cos III », qui faisait référence au troisième consulat de l'empereur et suggérait que son règne allait se continuer, et des légendes proclamant le début d'une ère nouvelle. Mais la gloire est éphémère. Un an plus tard, Philippe était tué à la bataille de Vérone.

Les pièces reproduites en page couverture, dont le diamètre varie entre 20 et 35 millimètres environ, font partie de la Collection nationale de monnaies de la Banque du Canada.

Photographie : Gord Carter, Ottawa

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

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

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

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

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

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

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

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

# L'enquête de la Banque du Canada sur les perspectives des entreprises

---

*Monica Martin, Bureau régional de l'Ontario*

- *Depuis l'automne 1997, les bureaux régionaux de la Banque du Canada mènent chaque trimestre une enquête auprès d'entreprises d'un bout à l'autre du pays. Afin que l'information recueillie puisse alimenter le processus décisionnel, le moment où ces consultations ont lieu est déterminé par le calendrier arrêté pour l'annonce des décisions de politique monétaire.*
- *L'enquête porte sur l'activité et les perspectives des entreprises. Elle offre à la Banque un moyen commode de connaître rapidement le point de vue des firmes sur des sujets d'intérêt particulier. Les consultations s'appuient sur un questionnaire. Chaque trimestre, les bureaux régionaux interrogent un groupe de 100 entreprises dont la composition par région, secteur d'activité et taille reflète celle de l'économie canadienne. Les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises seront désormais publiés à intervalles trimestriels dans le site Web de la Banque.*
- *Cet outil de consultation étant relativement jeune, les séries chronologiques ne sont pas très longues. L'évaluation présentée ici se fonde sur l'analyse de graphiques et de corrélations et pose de premiers repères pour l'interprétation des données de l'enquête.*
- *D'après les résultats de cette évaluation, l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises constitue un baromètre utile de la conjoncture économique au Canada et fournit des signaux avancés de l'activité future. Elle permet aussi de réunir de l'information sur certaines variables économiques importantes, telles les pressions sur la capacité de production, les pénuries de main-d'œuvre et les attentes d'inflation.*

**A** l'automne 1997, les bureaux régionaux de la Banque du Canada se sont engagés dans un programme structuré de consultations auprès des entreprises. Maintenant désignée sous le nom d'enquête sur les perspectives des entreprises<sup>1</sup>, cette initiative visait à développer les échanges informels que l'institution maintient depuis toujours avec les milieux d'affaires, les associations et les gouvernements provinciaux. Grâce à ces consultations menées à l'aide d'un questionnaire, la Banque dispose d'un outil pour interroger les entreprises canadiennes sur l'état de la demande, les pressions que subit leur capacité de production et leurs prévisions concernant l'évolution de l'activité économique. Le fait de rencontrer sur place les responsables des entreprises facilite une discussion plus large des enjeux auxquels elles sont confrontées ainsi qu'une clarification des réponses données. Ce processus de consultation a également permis à la Banque d'établir un réseau de contacts auquel elle peut s'adresser quand de nouvelles questions surgissent.

Même dans le meilleur des cas, les autorités monétaires prennent leurs décisions dans un contexte où la conjoncture et, en particulier, les perspectives économiques ne sont pas connues avec certitude<sup>2</sup>. Pour atténuer l'incertitude, la Banque rassemble de l'information provenant de diverses sources afin d'évaluer le mieux possible les conditions économiques actuelles et attendues. Elle prête une grande attention

---

1. Martin et Papile (2004) analysent de façon plus approfondie les résultats de l'enquête.

2. Jenkins et Longworth (2002) décrivent en détail les diverses sources d'incertitude économique.

à la mesure de l'écart de production<sup>3</sup> et à d'autres mesures des pressions s'exerçant sur la capacité de production. Elle considère en effet ces pressions comme des déterminants cruciaux des tensions inflationnistes et en tient compte dans ses décisions en matière de politique monétaire.

---

*Lorsque des éléments nouveaux surviennent, la Banque peut mettre à profit ses consultations auprès des entreprises pour jauger leurs réactions et se faire une meilleure idée des conséquences probables de la tournure des événements.*

---

L'enquête sur les perspectives des entreprises offre à la Banque un moyen commode de connaître rapidement le point de vue de firmes de divers secteurs

---

3. L'écart de production est la différence entre le potentiel de production de l'économie et ce que celle-ci produit effectivement à un moment donné.

d'activité et régions sur des sujets d'intérêt particulier. La Banque interroge par exemple les entreprises sur l'évolution prévue de leur activité au cours des 12 prochains mois et sur leurs attentes à l'égard de l'inflation à l'horizon de deux ans. Ces horizons, qui sont plus lointains que ceux retenus dans de nombreuses enquêtes produites à l'extérieur de l'institution, sont pertinents en raison des décalages longs et variables avec lesquels les effets de la politique monétaire se font sentir<sup>4</sup>. Lorsque des éléments nouveaux surviennent, la Banque peut mettre à profit ces consultations pour jauger les réactions des entreprises et se faire une meilleure idée des conséquences probables de la tournure des événements. Elle commencera en juillet 2004 à publier à intervalles trimestriels les résultats de son enquête sur les perspectives des entreprises (voir l'Encadré 1).

Bien que l'enquête de la Banque présente un certain nombre d'avantages, elle ne vise pas à remplacer le vaste éventail d'enquêtes externes effectuées auprès des divers acteurs de l'économie canadienne (voir l'Encadré 2 pour des exemples), dont les résultats sont régulièrement analysés par les économistes de

---

4. Les mesures de politique monétaire peuvent mettre de 12 à 24 mois à exercer leurs effets. Pour avoir un aperçu du mécanisme de transmission de la politique monétaire, voir Banque du Canada (2001).

## **Encadré 1 Publication des résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises**

On peut consulter les résultats de la plus récente enquête sur les perspectives des entreprises dans le site Web de la Banque ([http://www.banqueducanada.ca/fr/bos/2004/index\\_0404f.htm](http://www.banqueducanada.ca/fr/bos/2004/index_0404f.htm)). Désormais, l'information recueillie dans le cadre de l'enquête sera diffusée au cours de la semaine précédant la date fixée pour l'annonce du taux directeur en juillet, octobre, janvier et avril.

Le document fera état des réponses obtenues à huit questions portant sur la croissance future des ventes, les investissements en machines et matériel, l'emploi, l'aptitude des entreprises à

répondre à la demande, les pénuries de main-d'œuvre, la hausse du prix des intrants, la hausse du prix des extrants et les attentes d'inflation.

L'enquête, qui vise à recueillir les opinions de 100 entreprises des quatre coins du pays, est l'une des sources d'information que la Banque examine au moment de prendre ses décisions en matière de politique monétaire. La Banque expose son point de vue sur l'évolution économique actuelle et à venir dans son rapport sur la politique monétaire, qui est publié deux fois l'an, et dans la mise à jour de celui-ci, qui suit trois mois plus tard.

## Encadré 2

### Autres enquêtes sur la conjoncture économique

**Baromètre trimestriel des affaires, Fédération canadienne de l'entreprise indépendante (FCEI) :** enquête trimestrielle auprès des membres de la FCEI (surtout des petites entreprises)

**Enquête sur les enjeux de gestion, Manufacturiers et Exportateurs du Canada :** enquête annuelle auprès de 400 à 500 petites et moyennes entreprises manufacturières et exportatrices

**Indice de confiance des entreprises, Conference Board du Canada :** enquête trimestrielle menée auprès d'un échantillon représentatif de sociétés canadiennes au moyen d'un questionnaire envoyé par la poste à environ 2 000 entreprises

**Indice de confiance commerciale, Exportation et développement Canada :** sondage semestriel effectué à partir d'un échantillon aléatoire d'environ 1 000 entreprises canadiennes de divers secteurs, régions et tailles

**Rapport aux membres, Conseil canadien du commerce de détail :** enquête réalisée auprès de détaillants à intervalles irréguliers

**Indice Ivey des gestionnaires en approvisionnement, Richard Ivey School of Business / Association canadienne de gestion des achats :** sondage mensuel auprès d'un panel de 175 gestionnaires en approvisionnement reflétant la composition géographique et sectorielle des entreprises canadiennes

**Enquête sur les perspectives du monde des affaires, Statistique Canada :** enquête trimestrielle que mène l'organisme auprès de quelque 4 000 entreprises canadiennes du secteur de la fabrication en vue de prévoir les tendances qui se dessinent dans le secteur, en ce qui concerne notamment la production, les commandes en carnet, les stocks et l'emploi

l'institution. Un grand nombre de ces sondages reposent sur un échantillon plus large que celui retenu par la Banque et sont menés à l'aide d'un questionnaire envoyé par la poste ou par courriel (la formule des entrevues utilisée par les bureaux régionaux permet un dialogue avec les répondants; par contre, elle demande plus de temps, ce qui limite la taille de l'échantillon pour des raisons d'ordre pratique). Certaines enquêtes mettent l'accent sur un secteur précis de l'économie canadienne. Leur champ d'étude est moins étendu que celui de l'enquête de la Banque, mais les renseignements réunis sur les activités du secteur sont plus détaillés.

Les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises sont l'une des sources d'information que le Conseil de direction examine chaque trimestre pour prendre ses décisions en matière de politique monétaire<sup>5</sup>.

5. Les autres renseignements examinés comprennent des projections fondées sur des modèles, une analyse de la conjoncture financière et une évaluation des attentes des marchés financiers. Pour une description du processus décisionnel, voir Macklem (2002).

L'enquête fournit des indications précieuses sur l'évolution de l'activité économique en éclairant les membres du Conseil sur les décisions, les perceptions et les plans d'avenir des entreprises.

---

*L'enquête fournit des indications précieuses sur l'évolution de l'activité économique en éclairant les membres du Conseil de direction sur les décisions, les perceptions et les plans d'avenir des entreprises.*

---

Le présent article décrit le processus de consultation et le questionnaire de l'enquête et renferme une évaluation préliminaire de l'information recueillie au cours

des entrevues dans les entreprises<sup>6</sup>. L'analyse par la Banque de cette information est un processus continu.

## Les consultations

Le processus de consultation auprès des entreprises donne l'occasion aux économistes de la Banque d'engager un dialogue avec elles au sujet de l'évolution de l'économie canadienne. La garantie de la plus stricte confidentialité favorise des discussions franches sur une gamme étendue de sujets touchant les entreprises. La publication des résultats globaux respecte les conditions de l'entente de confidentialité conclue entre l'institution et les participants à l'enquête.

L'enquête est menée chaque trimestre par les bureaux que la Banque compte dans chacune des régions suivantes : les provinces de l'Atlantique (Halifax); le Québec (Montréal); l'Ontario (Toronto); les Prairies, les Territoires du Nord-Ouest et le Nunavut (Calgary); la Colombie-Britannique et le Yukon (Vancouver).

Pour chaque cycle de consultations, environ 100 entreprises du secteur privé sont soigneusement sélectionnées de manière à présenter un profil représentatif de l'économie canadienne. La composition géographique et sectorielle de l'échantillon s'apparente à celle du produit intérieur brut (PIB) du secteur des entreprises<sup>7</sup>. Dans chaque région, le choix des entreprises reflète la composition sectorielle du PIB de la région. Un éventail de petites, de moyennes et de grandes entreprises sont interrogées<sup>8</sup>.

La participation à l'enquête est volontaire. Si les responsables de l'une des entreprises retenues ne sont pas disponibles, une autre entreprise lui est substituée afin que l'échantillon compte toujours 100 répondants et qu'il demeure représentatif. Personne n'est interrogé plus d'une fois par année, afin d'éviter de lasser les entreprises. Cette façon de procéder permet aussi à la Banque d'élargir son réseau de contacts dans le secteur privé. Elle a cependant un inconvénient en ce sens qu'il est possible que les variations que présen-

tent les résultats au fil du temps traduisent en partie le renouvellement de l'échantillon plutôt qu'une modification du climat des affaires.

Les rencontres s'échelonnent sur une période de trois semaines chaque trimestre. En règle générale, le directeur des finances ou un autre dirigeant de l'entreprise reçoit la visite de deux économistes du bureau régional. Le questionnaire de l'enquête sert de point de départ aux discussions. Comme l'enquête porte exclusivement sur l'activité économique au Canada, on demande aux sociétés implantées à l'étranger de ne tenir compte que de leurs activités au pays. Exceptionnellement, l'entrevue pourra se dérouler par téléphone lorsque l'emploi du temps des responsables de l'entreprise ne permet pas une rencontre sur place. Dans le cadre d'une entrevue, on peut veiller plus facilement à ce que les questions soient bien comprises et se faire une meilleure idée des enjeux auxquels est confrontée l'entreprise.

## Le questionnaire

Le questionnaire de l'enquête s'articule autour de quatre grands thèmes : i) la conjoncture récente; ii) les perspectives d'évolution de divers aspects de l'activité; iii) les pressions sur la capacité de production; iv) les prévisions de l'entreprise en matière de salaires, de prix et d'inflation. L'Encadré 3 offre une synthèse du questionnaire.

Les réponses que les entreprises sont appelées à donner concernant leur niveau d'activité sont de nature qualitative. Les questions relatives au volume des ventes excluent l'incidence des variations de prix afin de s'attacher à l'activité réelle. Celles se rapportant aux perspectives d'évolution des ventes, des salaires et des prix sont formulées en fonction de la variation attendue du taux d'accroissement sur quatre trimestres; on vise ainsi à connaître le point de vue des entreprises interrogées sur l'évolution future de la conjoncture. L'influence du facteur saisonnier est éliminée du fait que l'horizon retenu pour les prévisions des entreprises est de 12 mois (ou de deux ans dans le cas des attentes d'inflation).

De temps à autre, la Banque insère dans l'enquête des questions supplémentaires sur des sujets susceptibles d'éclairer la prise des décisions de politique monétaire. Parmi les sujets récemment abordés, citons les répercussions de l'incertitude à l'échelle mondiale sur l'investissement ainsi que l'incidence de la vive

6. Une partie de ces données a déjà été présentée dans deux articles précédemment parus dans la *Revue de la Banque du Canada*. Voir Brady et Novin (2001) ainsi qu'Amirault et Lafleur (2000).

7. Le PIB du secteur des entreprises ne comprend pas le secteur public.

8. La taille d'une entreprise est définie par le nombre d'employés : petite (entre 1 et 100 employés), moyenne (entre 101 et 500) ou grande (plus de 500). Chaque trimestre, on cherche à obtenir un échantillon réparti à parts à peu près égales entre les petites, les moyennes et les grandes entreprises.

## Encadré 3

### Principaux éléments du questionnaire de l'enquête

Les questions posées aux entreprises peuvent être groupées en quatre grandes catégories.

#### **Conjoncture récente**

**Croissance passée des ventes :** La croissance du volume des ventes (corrigée des variations de prix) a été : *i) plus forte, ii) moins forte, iii) la même* au cours des 12 derniers mois (comparativement aux 12 précédents).

#### **Perspectives d'évolution de l'activité**

**\*Croissance future des ventes :** La croissance du volume des ventes devrait être *i) plus forte, ii) moins forte, iii) la même* au cours des 12 prochains mois (comparativement aux 12 précédents).

**\*Intentions d'investissement, machines et matériel :** Au cours des 12 prochains mois, les dépenses d'investissement en machines et matériel devraient être : *i) plus élevées, ii) moins élevées, iii) les mêmes.*

**Intentions d'investissement, bâtiments :** Au cours des 12 prochains mois, les dépenses d'investissement en construction de bâtiments devraient être : *i) plus élevées, ii) moins élevées, iii) les mêmes.*

**\*Emploi :** Au cours des 12 prochains mois, le nombre d'employés (équivalents temps plein) de l'entreprise devrait être : *i) plus élevé, ii) moins élevé, iii) le même.*

#### **Pressions sur la capacité de production**

**\*Pénuries de main-d'œuvre :** L'entreprise souffre-t-elle d'une pénurie de main-d'œuvre qui limite son aptitude à répondre à la demande? *i) Oui ii) Non.*

**\*Aptitude à répondre à la demande :** Pour répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes, l'entreprise : *i) n'éprouverait actuellement aucune difficulté (elle fonctionne en deçà de sa capacité), ii) éprouverait quelques difficultés (elle tourne à plein régime ou presque), iii) éprouverait de sérieuses difficultés (elle fonctionne au-delà de sa capacité).*

#### **Perspectives d'évolution des salaires, des prix et de l'inflation**

**Salaires :** Au cours des 12 prochains mois, la hausse des coûts horaires de main-d'œuvre devrait être : *i) plus forte, ii) moins forte, iii) la même.*

**\*Prix des intrants :** Au cours des 12 prochains mois, la hausse du prix des produits ou des services achetés devrait être : *i) plus élevée, ii) moins élevée, iii) la même.*

**\*Prix des extrants :** Au cours des 12 prochains mois, la hausse du prix des produits ou des services vendus devrait être : *i) plus élevée, ii) moins élevée, iii) la même.*

**\*Indice des attentes d'inflation :** Au cours des deux prochaines années, le taux d'inflation annuel moyen, donné par le taux d'augmentation de l'indice des prix à la consommation (IPC), devrait se situer : *i) au-dessus de 3 %, ii) entre 2 et 3 %, iii) entre 1 et 2 %, iv) au-dessous de 1 %.*

\* Les réponses données aux questions précédées d'un astérisque seront publiées dans le bulletin trimestriel faisant état des résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises.

appréciation du dollar canadien. L'ajout de questions accroît certes l'utilité de l'enquête, mais celles-ci ne peuvent être analysées de façon systématique et sont donc omises ici.

La Banque explore en outre des thèmes particuliers, parfois dans le cadre d'enquêtes distinctes, dans le but de mieux cerner divers phénomènes, comme les effets des restructurations sur les entreprises, la dollarisation et

les comportements en matière de prix. L'information réunie en ces occasions a été interprétée et évaluée séparément<sup>9</sup>.

9. Pour un aperçu des résultats des enquêtes en question, voir Kwan (2002) ainsi que Murray et Powell (2002 et 2003). Les résultats de l'étude sur le comportement des entreprises en matière d'établissement des prix, qui a été menée en 2003, sont actuellement en cours d'analyse.

## Les séries chronologiques

La présente évaluation s'appuie sur les résultats des 24 enquêtes trimestrielles conduites par la Banque entre le troisième trimestre de 1997 et le deuxième trimestre de 2003 inclusivement. La question sur l'aptitude des entreprises à répondre à la demande n'a fait son apparition qu'au troisième trimestre de 1999, de sorte que cette série compte seulement 16 observations.

Les trois premières années, les entreprises étaient interrogées trois fois l'an et les associations une fois l'an, au deuxième trimestre. Les mêmes questions étaient posées aux deux groupes. Après la visite effectuée auprès des associations en 2000, il a été décidé de limiter les entrevues aux entreprises afin d'accroître la cohérence des séries chronologiques<sup>10</sup>. Étant donné la brièveté de la période examinée, les trois observations correspondant aux visites des associations n'ont pas été exclues des séries chronologiques. Elles sont clairement indiquées dans les graphiques<sup>11</sup>.

La grille d'évaluation de la plupart des réponses qualitatives comporte trois niveaux : *positif ou en hausse, neutre ou inchangé et négatif ou en baisse*. L'établissement d'un solde des opinions, qui consiste à retrancher le pourcentage des réponses « positives » de celui des réponses « négatives », est un outil pratique pour résumer ce type de réponse. Les valeurs peuvent aller de - 100 à + 100. Prenons par exemple la question ayant trait à l'évolution future des ventes. Un solde des opinions positif signifierait dans ce cas que davantage d'entreprises prévoient une augmentation de la croissance du volume de leurs ventes qu'une diminution par rapport aux 12 mois précédents<sup>12</sup>.

Pour ce qui est des questions portant sur l'aptitude des entreprises à répondre à la demande et les pénuries de main-d'œuvre, on résume l'information recueillie en calculant le pourcentage des répondants confrontés à des goulots de production. Dans le cas de

la question relative aux attentes d'inflation, où les entreprises ont le choix entre plusieurs réponses quantitatives, un indice synthétisant les résultats a été construit sous la forme d'une moyenne des valeurs médianes des options proposées pondérées par le pourcentage des répondants pour chaque option<sup>13</sup>.

La fiabilité statistique des résultats de l'enquête est limitée par la petite taille de l'échantillon. Des objectifs sont établis à l'égard du nombre d'entreprises sélectionnées par région, secteur d'activité et taille, selon une méthode d'échantillonnage par quotas, de manière à ce que l'on obtienne un total de 100 entrevues chaque trimestre. Si la méthode permet de constituer un échantillon représentatif de l'économie canadienne, il reste que celui-ci *n'est pas* un échantillon aléatoire. Aussi ses propriétés statistiques sont-elles difficiles à déterminer<sup>14</sup>.

## Évaluation du contenu informatif des données de l'enquête

Une méthode simple a servi à évaluer l'information recueillie auprès des entreprises, étant donné la brièveté des séries chronologiques disponibles pour l'analyse (les 24 trimestres allant du troisième trimestre de 1997 au deuxième de 2003). Dans un premier temps, les séries chronologiques tirées de l'enquête sont représentées sur des graphiques en regard de variables pertinentes de l'activité économique. Ces graphiques font ressortir visuellement les propriétés d'indicateur des données de l'enquête. Les variations importantes des soldes d'opinions sont particulièrement dignes d'intérêt.

Les données sont des séries trimestrielles. Les données « au temps *t* » sont celles du trimestre où l'enquête s'est déroulée. Elles sont comparées aux données économiques se rapportant au même trimestre. Dans le cas des questions portant sur l'avenir, il faut comparer

10. Comme les associations industrielles voient les choses sous un angle différent, les employés des bureaux régionaux continuent de communiquer périodiquement avec elles pour connaître leur point de vue.

11. Le graphique relatif aux pénuries de main-d'œuvre fait ressortir des perceptions nettement différentes chez les entreprises et les associations. Par conséquent, l'analyse des corrélations présentée pour cette série de données se fonde sur un échantillon qui exclut les trois observations correspondant aux visites des associations.

12. Si, par exemple, 60 % des répondants à cette question s'attendaient à une croissance *plus forte* de leurs ventes, 30 %, à *la même* croissance, et 10 %, à une croissance *moins forte*, le solde des opinions serait de + 50 %. Le pourcentage des réponses « négatives » (10 %) est soustrait du pourcentage des réponses « positives » (60 %).

13. Avant le deuxième trimestre de 2001, l'indice est la moyenne pondérée de trois options : indice = (pourcentage des entreprises prévoyant une hausse inférieure à 1 %) x 0,005 + (pourcentage prévoyant une hausse de 1 à 3 %) x 0,02 + (pourcentage prévoyant une hausse supérieure à 3 %) x 0,035. À partir du deuxième trimestre de 2001, l'indice est la moyenne pondérée de quatre options : indice = (pourcentage prévoyant une hausse inférieure à 1 %) x 0,005 + (pourcentage prévoyant une hausse de 1 à 2 %) x 0,015 + (pourcentage prévoyant une hausse de 2 à 3 %) x 0,025 + (pourcentage prévoyant une hausse supérieure à 3 %) x 0,035. Il convient de remarquer que les première et dernière options (< 1 % et > 3 %) n'ont pas de valeur médiane. Étant donné le comportement de l'inflation au cours de la période examinée, les valeurs 0,5 % et 3,5 % ont été retenues pour représenter ces options dans l'indice.

14. Par comparaison, un intervalle de confiance à 95 % pour un échantillon aléatoire de 100 est généralement évalué à +/- 10 points de pourcentage.

les résultats de l'enquête aux données économiques relatives au trimestre  $t + 4$ . (Voir l'Encadré 4 pour des explications plus détaillées sur la terminologie employée dans l'analyse.)

Comme l'enquête ne vise que des entreprises du secteur privé, les résultats ont été comparés à des données ayant trait exclusivement à ce secteur partout où les sources le permettaient. Les séries économiques

ont aussi été converties afin que les unités de mesure utilisées soient le plus compatible possible avec la formulation des questions de l'enquête. Par exemple, les variations du niveau d'activité que les entreprises anticipent pour l'année à venir ont été comparées au taux de croissance sur quatre trimestres de la variable économique correspondante. Pour ce qui est des questions relatives à la variation attendue du taux

## Encadré 4 Terminologie

### *Les données sont des séries trimestrielles.*

**Données au temps  $t$**  (résultats de l'enquête et variables économiques comparables) : il s'agit de l'information recueillie durant le trimestre où l'enquête s'est déroulée. Dans les séries relatives aux variables économiques comparables, l'indice  $t$  désigne également ce trimestre.

**Données au temps  $t + 4$**  (résultats de l'enquête et variables économiques comparables) : dans le cas des séries relatives aux variables économiques comparables, le trimestre  $t + 4$  correspond à l'horizon de un an retenu pour les questions prospectives (croissance future des ventes, intentions d'investissement et perspectives d'évolution de l'emploi, des salaires et des prix des intrants et des extrants). Dans le cas de la question sur le taux d'inflation moyen attendu durant les deux prochaines années, la variable économique comparable est le taux d'augmentation de l'IPC au trimestre  $t + 8$ .

**Croissance** : taux de croissance sur quatre trimestres

Par exemple,

$$\text{Croissance PIB}_t = \left( \frac{\text{PIB}_t}{\text{PIB}_{t-4}} - 1 \right) \times 100.$$

**Variation de la croissance** : Variation en glissement annuel du taux de croissance calculé sur quatre trimestres

Par exemple,

$$\text{varcroissance PIB}_t = (\text{croissance PIB})_t - (\text{croissance PIB})_{t-4} =$$

$$\left[ \left( \frac{\text{PIB}_t}{\text{PIB}_{t-4}} - 1 \right) \times 100 \right] - \left[ \left( \frac{\text{PIB}_{t-4}}{\text{PIB}_{t-8}} - 1 \right) \times 100 \right]$$

**Retards et avances et  $(t - x, t, t + x)$**  : ces termes réfèrent à la dimension temporelle de la relation entre les résultats de l'enquête au trimestre  $t$  et les valeurs prises à d'autres trimestres par les variables économiques correspondantes. Pour calculer la corrélation avec une valeur retardée ( $t - x$ ), on compare les résultats de l'enquête au trimestre  $t$  avec les données économiques du trimestre  $t - x$ ; quand on calcule la corrélation entre des valeurs contemporaines ( $t$ ), les chiffres comparés se rapportent tous deux au trimestre  $t$ ; quand la corrélation concerne une valeur avancée ( $t + x$ ), les résultats de l'enquête au trimestre  $t$  sont mis en relation avec les données économiques du trimestre  $t + x$ .

### *Exemple*

**Croissance future des ventes** : on cherche à savoir si l'entreprise s'attend à ce que la croissance du volume des ventes soit plus forte, moins forte ou la même au cours de la prochaine année. Le solde des opinions pour le trimestre courant (pourcentage des entreprises qui prévoient une croissance plus forte diminué du pourcentage des entreprises anticipant une croissance plus faible) est comparé à la variation en glissement annuel du taux de croissance sur quatre trimestres du PIB réel du secteur des entreprises. L'horizon pour cette question étant de un an, la variable comparable dans ce cas est la variation de la croissance du PIB durant la prochaine année (trimestre  $t + 4$ ). Les corrélations sont présentées pour les trimestres allant de  $t - 4$  à  $t + 4$ .

d'accroissement de l'activité ou des prix, les résultats de l'enquête ont été comparés à la variation du taux d'accroissement sur quatre trimestres du PIB ou des indices de prix à l'horizon pertinent.

---

*Les graphiques font ressortir visuellement les propriétés d'indicateur des données de l'enquête. Les variations importantes des soldes d'opinions sont particulièrement dignes d'intérêt.*

---

Pour évaluer les propriétés d'indicateur des réponses données à certaines de ces questions, nous avons aussi comparé ces réponses à des mesures de l'activité économique qui présentent un intérêt particulier pour la Banque. Par exemple, l'information recueillie au sujet des pressions exercées sur la capacité de production a été comparée à l'écart de production estimé par la Banque<sup>15</sup>, et celle fournie concernant l'évolution du prix des extrants, au taux d'augmentation de l'IPC.

Nous avons calculé les coefficients de corrélation simple entre les données de l'enquête et les statistiques économiques officielles pour mesurer l'étroitesse des relations entre les deux. Afin de déterminer comment ces relations s'établissent dans le temps, nous avons étudié la corrélation entre les résultats de l'enquête et les valeurs avancées et retardées des variables économiques. Comme les questions prospectives se rapportent à un horizon de quatre trimestres, l'on s'attendrait à ce que les variables avancées de quatre trimestres soient celles avec lesquelles la corrélation s'avère la plus forte. Toutefois, il peut en être autrement pour différentes raisons (par exemple, des changements imprévus peuvent survenir, les chefs d'entreprise peuvent fonder leurs projections sur leur expérience passée ou encore des différences de mesure peuvent exister entre les variables de l'enquête et les données économiques).

Comme il n'y a que 24 observations, les intervalles de confiance à 95 % pour les coefficients de corrélation sont très larges. Ces derniers sont classés selon la grille

---

15. Les estimations de l'écart de production employées dans la présente analyse sont tirées de la projection établie par le personnel de la Banque en 2003 et publiée dans la livraison d'octobre 2003 du *Rapport sur la politique monétaire*.

d'évaluation suivante : la corrélation est jugée forte si le coefficient dépasse 0,80; modérément forte s'il se situe entre 0,80 et 0,60; modérée s'il s'établit entre 0,60 et 0,40; faible s'il se chiffre entre 0,40 et 0,20; négligeable s'il est inférieur à 0,20.

## **Les résultats : graphiques et tableaux de corrélation**

Chacune des grandes questions de l'enquête a été évaluée isolément. Les questions sont groupées dans les quatre catégories décrites dans l'Encadré 3, à savoir : la conjoncture récente; les perspectives d'évolution de l'activité; les pressions sur la capacité de production; et les perspectives d'évolution des salaires, des prix et de l'inflation.

### **Synthèse des résultats de l'évaluation**

- En général, les graphiques montrent qu'une variation importante du solde des opinions préfigure une modification de la variable économique comparable.
- La question relative à la croissance passée des ventes fournit un bon baromètre de l'activité économique récente et prépare le terrain pour les questions suivantes, qui portent sur les perspectives d'évolution de l'activité et la capacité de production de l'entreprise.
- Les réponses aux questions ayant trait aux perspectives d'évolution de l'activité ne permettent pas de prédire systématiquement l'activité économique future. Toutefois, les fortes variations du solde des opinions semblent révélatrices de l'avenir. Les prévisions des entreprises au sujet de l'activité au cours des quatre trimestres à venir cadrent en fait davantage avec ce que l'on observe durant les deux suivants.
- Les réponses obtenues concernant les pressions sur la capacité de production constituent des indicateurs potentiellement utiles des goulots de production, des pénuries de main-d'œuvre et de l'écart de production.
- Les réponses fournies au sujet de l'évolution du prix des intrants et des extrants donnent des indications modérément fiables sur la variation du taux d'augmentation des prix à l'horizon de un ou de deux trimestres.
- Les attentes des entreprises concernant le taux auquel l'inflation mesurée par l'IPC s'établira en moyenne au cours des deux années suivantes sont fermement arrimées autour de la cible de 2 % visée par la Banque.

## Encadré 5 : Synthèse des résultats de l'analyse des corrélations

Variable visée par l'enquête	Variable économique	Corrélation
Croissance passée des ventes	Variation de la croissance du PIB réel des entreprises	modérément forte : $t - 1$
<b>Perspectives d'évolution de l'activité</b>		
Croissance future des ventes	Variation de la croissance du PIB réel des entreprises	modérée : $t + 1, t + 2$
Intentions d'investissement, machines et matériel	Croissance de l'investissement des entreprises, machines et matériel	modérée : $t + 2$
Intentions d'investissement, bâtiments	Croissance de l'investissement des entreprises, bâtiments	faible : $t + 4$
Évolution attendue de l'emploi	Croissance de l'emploi dans le secteur privé	modérée : $t + 2$
<b>Pressions sur la capacité de production</b>		
Pénuries de main-d'œuvre	Écart de production	modérée : $t - 1, t$
Aptitude à répondre à la demande	Taux d'utilisation de la capacité industrielle	forte : $t, t + 1$
Aptitude à répondre à la demande	Écart de production	modérément forte : $t, t + 1$
<b>Perspectives d'évolution des salaires, des prix et de l'inflation</b>		
Hausse attendue des salaires	Variation du taux d'augmentation de la rémunération dans le secteur des entreprises	modérée : $t$ ; faible : $t + 1$
Hausse attendue du prix des intrants	Variation du taux d'augmentation de l'indice implicite des prix du PIB	modérément forte : $t + 1$
Hausse attendue du prix des extrants	Variation du taux d'augmentation de l'indice implicite des prix du PIB	modérément forte : $t + 1$
Hausse attendue du prix des extrants	Variation du taux d'augmentation de l'IPC global	modérément forte : $t + 2$
Indice des attentes d'inflation	Moyenne sur deux ans du taux d'augmentation de l'IPC global	modérément forte : $t$ , faible au-delà de $t + 3$

## Conclusion

L'enquête sur les perspectives des entreprises a été instituée dans le but d'intensifier les consultations que la Banque a toujours tenues avec le public. Elle formalise ce processus de consultation et permet de synthétiser de façon systématique une grande partie de l'information recueillie sur la situation des entreprises.

Les perceptions et les attentes des entreprises sont intéressantes en soi. Mais elles sont encore plus précieuses lorsqu'elles aident les décideurs publics à mieux estimer l'activité économique actuelle et future. L'évaluation présentée ici vise à poser de premiers repères pour l'interprétation des données de l'enquête. Elle montre, dans l'ensemble, que celle-ci

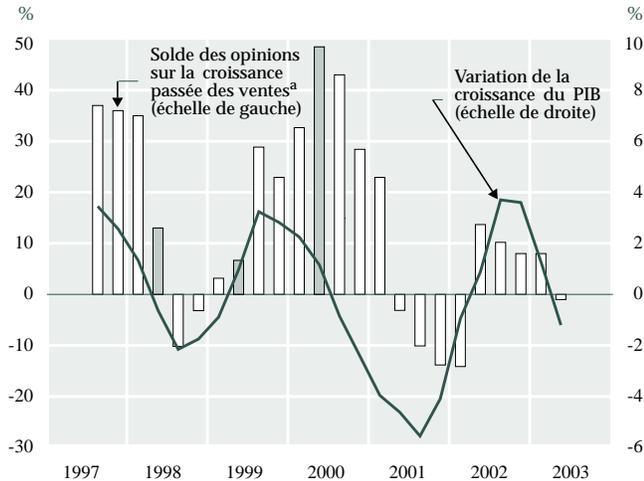
fournit des indications révélatrices sur la conjoncture économique actuelle et les niveaux d'activité attendus. Il sera important d'actualiser cette analyse à mesure que le nombre d'observations augmentera, afin que l'on puisse avoir davantage confiance dans les résultats.

Il convient de souligner que l'utilité de l'enquête va au-delà de l'information obtenue au moyen du questionnaire. Les discussions confidentielles menées avec les représentants du milieu des affaires dans le cadre de l'enquête permettent à la Banque de mieux connaître les perceptions actuelles des entreprises et livrent une information d'une grande valeur, qui ne peut être mesurée quantitativement.

# CONJONCTURE RÉCENTE

Graphique 1

## Ventes passées et PIB réel du secteur des entreprises



a. Croissance du volume des ventes au cours des 12 derniers mois comparativement aux 12 précédents — pourcentage des entreprises qui ont vu leurs ventes s'accroître diminué du pourcentage de celles qui les ont vues se ralentir  
 □ Deuxième trimestre de 1998, de 1999 et de 2000 : information recueillie auprès des associations industrielles

Tableau 1

## Corrélation entre la croissance passée des ventes au temps $t$ et la variation de la croissance du PIB réel du secteur des entreprises (PIBE)

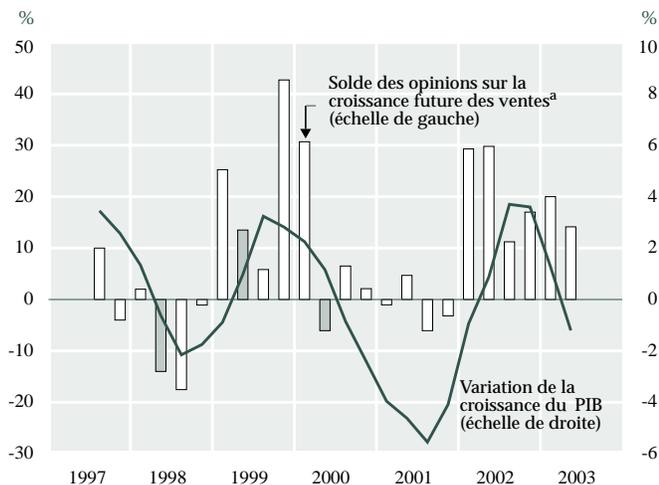
PIBE $t-4$	0,26
PIBE $t-3$	0,50
PIBE $t-2$	0,64
PIBE $t-1$	0,68
PIBE $t$	0,53
PIBE $t+1$	0,15
PIBE $t+2$	-0,35
PIBE $t+3$	-0,76
PIBE $t+4$	-0,90

- Le solde des opinions présente une corrélation modérément forte avec la variation de la croissance du PIB réel du secteur des entreprises au trimestre précédent.

# PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION DE L'ACTIVITÉ

Graphique 2

## Ventes futures et PIB réel du secteur des entreprises



a. Croissance du volume des ventes au cours des 12 prochains mois comparativement aux 12 précédents — pourcentage des entreprises qui prévoient une accélération de la croissance diminué du pourcentage de celles qui prévoient le contraire  
 □ Deuxième trimestre de 1998, de 1999 et de 2000 : information recueillie auprès des associations industrielles

Tableau 2

## Corrélation entre la croissance future des ventes au temps $t$ et la variation de la croissance du PIB réel du secteur des entreprises (PIBE)

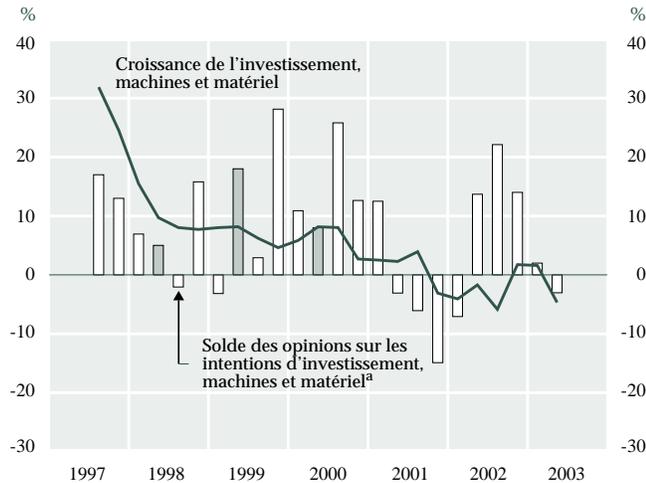
PIBE $t-4$	-0,58
PIBE $t-3$	-0,44
PIBE $t-2$	-0,15
PIBE $t-1$	0,21
PIBE $t$	0,43
PIBE $t+1$	0,54
PIBE $t+2$	0,50
PIBE $t+3$	0,18
PIBE $t+4$	-0,26

- L'information recueillie ne permet pas de prévoir systématiquement au cours des périodes examinées les faibles variations de la croissance du PIB du secteur des entreprises, mais elle semble signaler les variations importantes à venir (voir, par exemple, les chiffres relatifs au premier trimestre de 1999, au deuxième trimestre de 2000 et au premier trimestre de 2002).
- D'après l'analyse des corrélations, le solde des opinions pour cette question est un indicateur modérément fiable de l'évolution future de l'activité aux horizons de un et de deux trimestres ( $t+1$ ,  $t+2$ ).

# PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION DE L'ACTIVITÉ

Graphique 3a

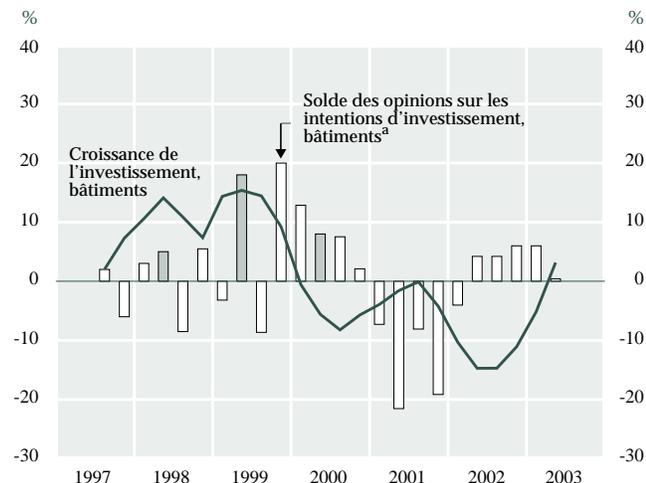
## Intentions d'investissement et croissance effective de l'investissement des entreprises — machines et matériel



- a. Niveau attendu des dépenses d'investissement au cours des 12 prochains mois comparativement aux 12 précédents — pourcentage des entreprises qui prévoient augmenter leurs investissements diminué du pourcentage de celles qui prévoient les réduire
- Deuxième trimestre de 1998, de 1999 et de 2000 : information recueillie auprès des associations industrielles. La question qui était posée à ces dernières concernait les dépenses d'investissement totales. Aussi les réponses obtenues ont-elles été prises en compte dans les Graphiques 3a et 3b.

Graphique 3b

## Intentions d'investissement et croissance effective de l'investissement des entreprises — bâtiments



- a. Niveau attendu des dépenses d'investissement au cours des 12 prochains mois comparativement aux 12 précédents — pourcentage des entreprises qui prévoient augmenter leurs investissements diminué du pourcentage de celles qui prévoient les réduire
- Deuxième trimestre de 1998, de 1999 et de 2000 : information recueillie auprès des associations industrielles. La question qui était posée à ces dernières concernait les dépenses d'investissement totales. Aussi les réponses obtenues ont-elles été prises en compte dans les Graphiques 3a et 3b.

Tableau 3a

## Corrélation entre les intentions d'investissement, machines et matériel, au temps $t$ et la croissance de l'investissement des entreprises, machines et matériel (INV)

INV <sub><math>t-4</math></sub>	-0,03
INV <sub><math>t-3</math></sub>	0,02
INV <sub><math>t-2</math></sub>	0,08
INV <sub><math>t-1</math></sub>	0,18
INV <sub><math>t</math></sub>	0,28
INV <sub><math>t+1</math></sub>	0,31
INV <sub><math>t+2</math></sub>	0,41
INV <sub><math>t+3</math></sub>	0,30
INV <sub><math>t+4</math></sub>	0,15

- L'enquête contient deux questions concernant les intentions d'investissement : l'une porte sur les achats prévus de machines et matériel et l'autre sur la construction projetée de bâtiments<sup>1</sup>. La question relative aux investissements en machines et matériel présente un grand intérêt, car ces investissements sont considérés comme le meilleur indicateur des fluctuations cycliques à venir.
- Au Graphique 3a, la corrélation est faible durant la première moitié de la période examinée, mais elle est plus forte au cours de la seconde.
- Les corrélations vont de modérées à faibles; la plus forte corrélation (0,41) concerne les intentions d'investissement en machines et matériel à l'horizon de deux trimestres ( $t + 2$ ).

Tableau 3b

## Corrélation entre les intentions d'investissement, bâtiments, au temps $t$ et la croissance de l'investissement des entreprises, bâtiments (INVB)

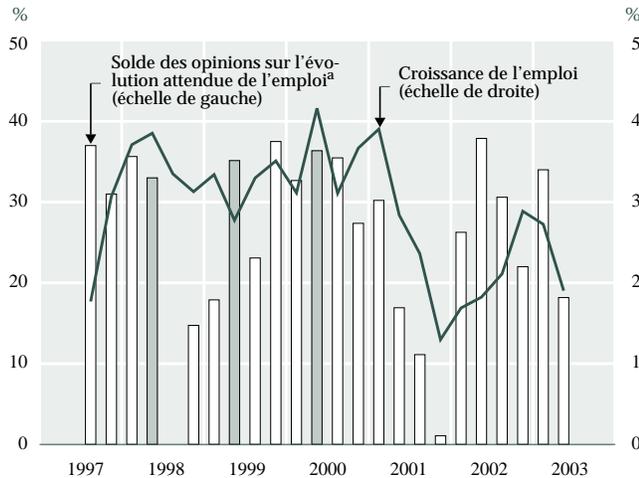
INVB <sub><math>t-4</math></sub>	0,40
INVB <sub><math>t-3</math></sub>	0,38
INVB <sub><math>t-2</math></sub>	0,24
INVB <sub><math>t-1</math></sub>	0,15
INVB <sub><math>t</math></sub>	0,06
INVB <sub><math>t+1</math></sub>	0,07
INVB <sub><math>t+2</math></sub>	0,12
INVB <sub><math>t+3</math></sub>	0,20
INVB <sub><math>t+4</math></sub>	0,29

1. L'échantillon est plus restreint dans le cas de la question relative à la construction de bâtiments, car 20 % des entreprises (en moyenne) ont répondu que cette question ne s'appliquait pas à elles.

# PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION DE L'ACTIVITÉ

Graphique 4

## Évolution attendue de l'emploi et croissance effective de l'emploi dans le secteur privé



a. Niveau attendu de l'emploi (en équivalent temps plein) au cours des 12 prochains mois comparativement aux 12 précédents — pourcentage des entreprises qui prévoient un niveau d'emploi plus élevé diminué du pourcentage de celles qui prévoient le contraire

□ Deuxième trimestre de 1998, de 1999 et de 2000 : information recueillie auprès des associations industrielles

Tableau 4

## Corrélation entre l'évolution attendue de l'emploi au temps $t$ et la croissance de l'emploi dans le secteur privé (EMP)

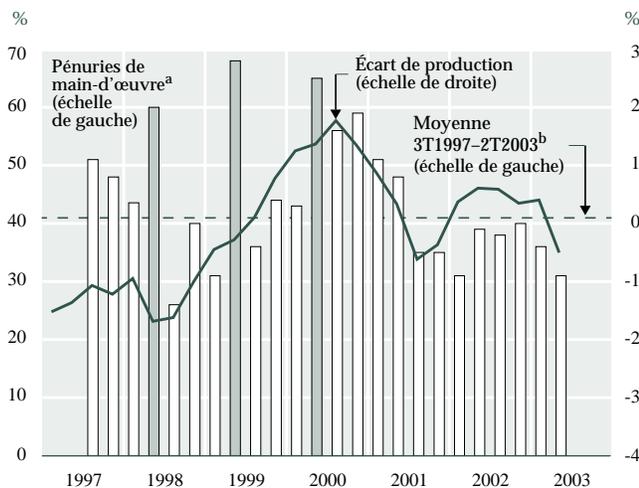
EMP $t-4$	-0,18
EMP $t-3$	-0,40
EMP $t-2$	-0,46
EMP $t-1$	-0,12
EMP $t$	0,25
EMP $t+1$	0,38
EMP $t+2$	0,55
EMP $t+3$	0,33
EMP $t+4$	0,08

- L'optimisme manifesté à l'égard de la croissance de l'emploi pour 1997, 1999, 2000 et 2002 a été confirmé par les gains importants enregistrés à ce chapitre ces années-là. Par contre, le pessimisme affiché du troisième trimestre de 1998 au premier trimestre de 1999 n'était pas fondé, puisque la progression de l'emploi est restée forte.
- Le contenu informatif de cet indicateur serait somme toute modéré; la corrélation atteint un maximum de 0,55 à l'horizon de deux trimestres ( $t + 2$ ).

# PRESSIONS SUR LA CAPACITÉ DE PRODUCTION

Graphique 5

## Pénuries de main-d'œuvre et écart de production



a. Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles souffrent d'une pénurie de main-d'œuvre qui limite leur aptitude à répondre à la demande

b. La moyenne ne tient pas compte des renseignements fournis par les associations.

□ Deuxième trimestre de 1998, de 1999 et de 2000 : information recueillie auprès des associations industrielles

Tableau 5

## Corrélation entre les pénuries de main-d'œuvre au temps $t$ et l'écart de production (EP), à l'exclusion des données obtenues auprès des associations

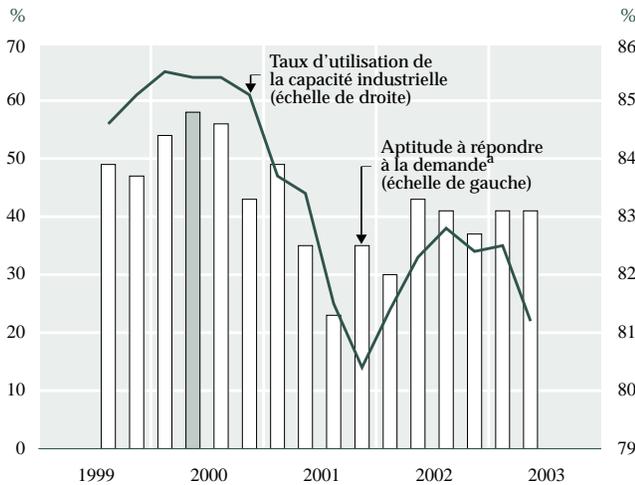
EP $t-4$	0,01
EP $t-3$	0,21
EP $t-2$	0,33
EP $t-1$	0,43
EP $t$	0,43
EP $t+1$	0,17
EP $t+2$	-0,13
EP $t+3$	-0,32
EP $t+4$	-0,45

- Cette question vise à mesurer la rareté des ressources sur le marché du travail et à cerner les pressions que la situation de l'emploi exerce sur l'écart de production.
- On constate que les tensions observées sur le marché du travail en 2000 coïncident avec le plus important écart de production estimé par la Banque. La corrélation avec l'écart de production reste modérée, atteignant un maximum de 0,43 pour les trimestres  $t$  et  $t - 1$ .

# PRESSIONS SUR LA CAPACITÉ DE PRODUCTION

Graphique 6a

## Aptitude à répondre à la demande et taux d'utilisation de la capacité industrielle



a. Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles éprouveraient de sérieuses difficultés ou quelques difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande  
 □ Deuxième trimestre de 2000 : information recueillie auprès des associations industrielles

Tableau 6a

## Corrélation entre l'aptitude à répondre à la demande au temps $t$ et le taux d'utilisation de la capacité industrielle (UCAP)

UCAP $t-4$	-0,09
UCAP $t-3$	0,09
UCAP $t-2$	0,43
UCAP $t-1$	0,66
UCAP $t$	0,80
UCAP $t+1$	0,88
UCAP $t+2$	0,68
UCAP $t+3$	0,43
UCAP $t+4$	0,17

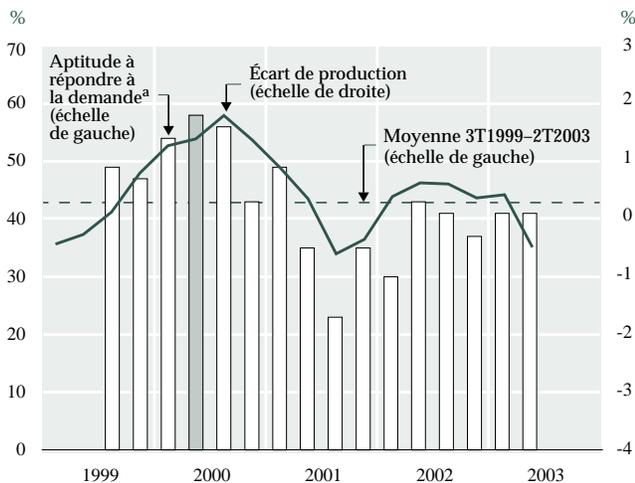
Tableau 6b

## Corrélation entre l'aptitude à répondre à la demande au temps $t$ et l'écart de production (EP)

EP $t-4$	-0,61
EP $t-3$	-0,43
EP $t-2$	0,05
EP $t-1$	0,44
EP $t$	0,75
EP $t+1$	0,77
EP $t+2$	0,51
EP $t+3$	0,26
EP $t+4$	0,02

Graphique 6b

## Aptitude à répondre à la demande et écart de production



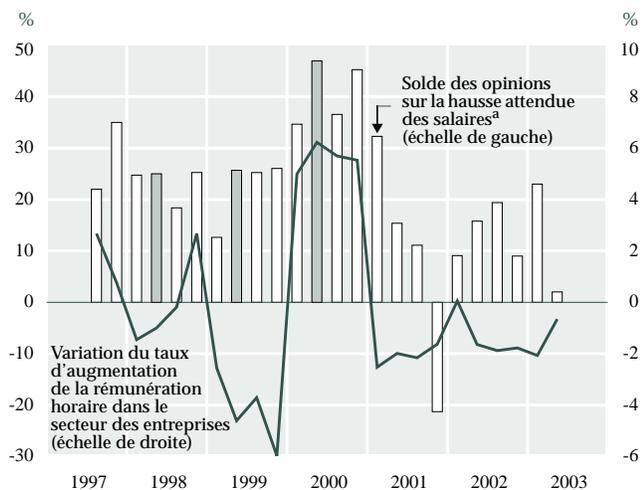
a. Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles éprouveraient de sérieuses difficultés ou quelques difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande  
 □ Deuxième trimestre de 2000 : information recueillie auprès des associations industrielles

- Il est important de noter que, dans ce cas-ci, les séries chronologiques commencent au troisième trimestre de 1999.
- Les pourcentages obtenus ont été comparés au taux d'utilisation de la capacité industrielle mesuré par Statistique Canada et à l'écart de production estimé par la Banque.
- Les graphiques et les corrélations dénotent un fort contenu informatif. Il semble que l'information recueillie reflète bien l'évolution du taux d'utilisation de la capacité et de l'écart de production.

# PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION DES SALAIRES, DES PRIX ET DE L'INFLATION

Graphique 7

## Hausse attendue des salaires et évolution de la rémunération horaire dans le secteur des entreprises



a. Hausse attendue des coûts horaires de main-d'œuvre au cours des 12 prochains mois comparativement aux 12 précédents — pourcentage des entreprises qui s'attendent à une hausse plus rapide des coûts de main-d'œuvre diminué du pourcentage de celles qui prévoient le contraire

■ Deuxième trimestre de 1998, de 1999 et de 2000 : information recueillie auprès des associations industrielles

Tableau 7

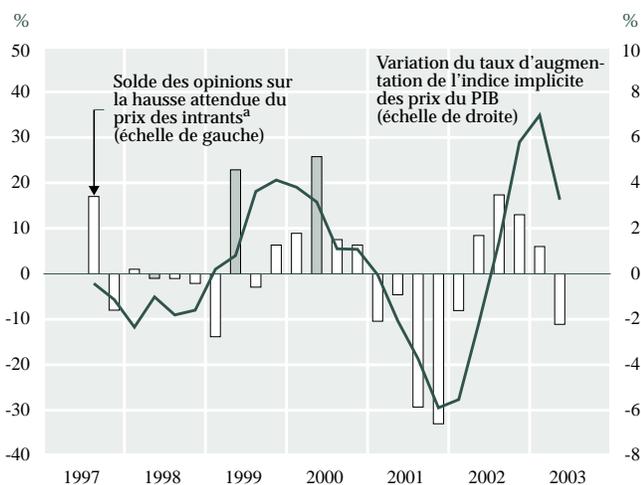
## Corrélation entre la hausse attendue des salaires au temps $t$ et la variation du taux d'augmentation de la rémunération horaire dans le secteur des entreprises (RHE)

RHE $t-4$	-0,42
RHE $t-3$	0,09
RHE $t-2$	0,26
RHE $t-1$	0,45
RHE $t$	0,49
RHE $t+1$	0,30
RHE $t+2$	0,28
RHE $t+3$	0,18
RHE $t+4$	0,02

- Les réponses obtenues sont comparées à l'évolution de la rémunération horaire dans le secteur des entreprises; elles ne constituent pas un indicateur fiable de celle-ci.
- Le solde des opinions est modérément corrélé avec la progression des salaires à la même période, mais il ne permet pas de prévoir leur évolution à l'horizon de un trimestre ( $t + 1$ ).

Graphique 8

## Prix des intrants et indice implicite des prix du PIB



a. Hausse attendue du prix des intrants au cours des 12 prochains mois comparativement aux 12 précédents — pourcentage des entreprises qui prévoient un rythme d'augmentation plus rapide diminué du pourcentage de celles qui prévoient le contraire

■ Deuxième trimestre de 1998, de 1999 et de 2000 : information recueillie auprès des associations industrielles

Tableau 8

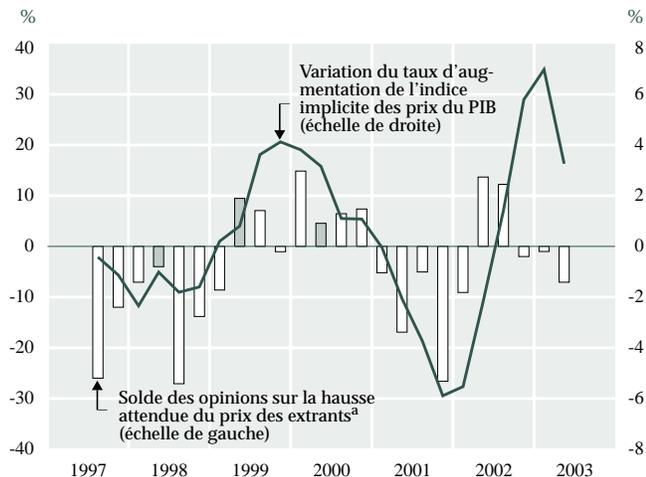
## Corrélation entre la hausse attendue du prix des intrants au temps $t$ et la variation du taux d'augmentation de l'indice implicite des prix du PIB (PPIB)

PPIB $t-4$	-0,24
PPIB $t-3$	-0,17
PPIB $t-2$	0,05
PPIB $t-1$	0,30
PPIB $t$	0,55
PPIB $t+1$	0,72
PPIB $t+2$	0,50
PPIB $t+3$	0,15
PPIB $t+4$	-0,32

- Le solde des opinions permet de bien prévoir les grandes variations cycliques du taux d'augmentation de l'indice implicite des prix du PIB (comme la forte hausse de l'indice en 2002 et sa décélération subséquente en 2003).
- Il présente une corrélation modérément forte avec l'évolution des prix au trimestre suivant (coefficient de 0,72 à  $t + 1$ ).

Graphique 9a

**Prix des extrants et indice implicite des prix du PIB**



a. Hausse attendue du prix des extrants au cours des 12 prochains mois comparativement aux 12 précédents — pourcentage des entreprises qui prévoient un rythme d'augmentation plus rapide diminué du pourcentage de celles qui prévoient le contraire  
 ■ Deuxième trimestre de 1998, de 1999 et de 2000 : information recueillie auprès des associations industrielles

Tableau 9a

**Corrélation entre la hausse attendue du prix des extrants au temps  $t$  et la variation du taux d'augmentation de l'indice implicite des prix du PIB (PPIB)**

PPIB $t-4$	-0,11
PPIB $t-3$	-0,05
PPIB $t-2$	0,08
PPIB $t-1$	0,24
PPIB $t$	0,50
PPIB $t+1$	0,64
PPIB $t+2$	0,54
PPIB $t+3$	0,23
PPIB $t+4$	-0,25

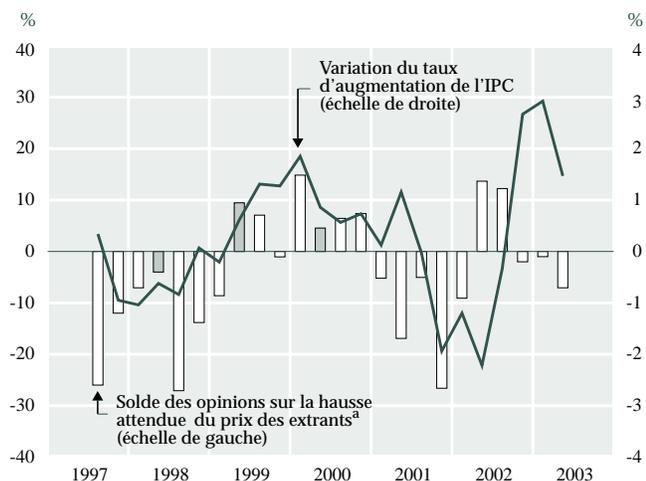
Tableau 9b

**Corrélation entre la hausse attendue du prix des extrants au temps  $t$  et la variation du taux d'augmentation de l'IPC**

IPC $t-4$	0,09
IPC $t-3$	0,06
IPC $t-2$	-0,07
IPC $t-1$	0,08
IPC $t$	0,29
IPC $t+1$	0,49
IPC $t+2$	0,75
IPC $t+3$	0,40
IPC $t+4$	-0,10

Graphique 9b

**Prix des extrants et IPC**



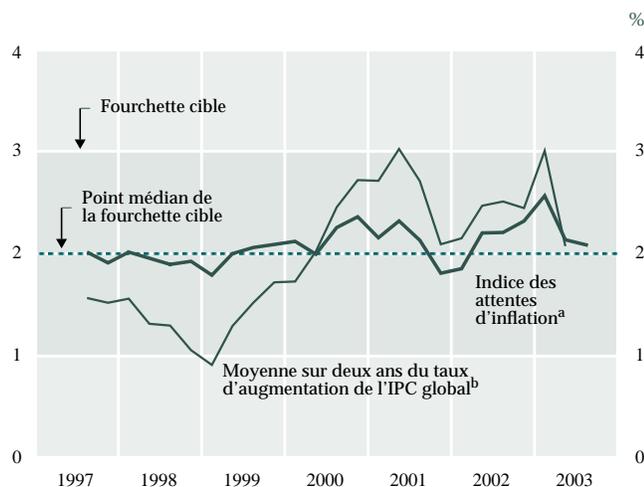
a. Hausse attendue du prix des extrants au cours des 12 prochains mois comparativement aux 12 précédents — pourcentage des entreprises qui prévoient un rythme d'augmentation plus rapide diminué du pourcentage de celles qui prévoient le contraire  
 ■ Deuxième trimestre de 1998, de 1999 et de 2000 : information recueillie auprès des associations industrielles

- Les deux graphiques concernant l'indice implicite des prix du PIB et l'IPC font ressortir le fort contenu informatif des réponses fournies à la question relative au prix des extrants.
- Selon l'analyse des corrélations, l'information recueillie permet de prévoir assez bien la variation du taux d'augmentation de l'indice implicite des prix du PIB à l'horizon de un trimestre (coefficient de 0,64 à  $t + 1$ ) et celle de l'IPC à l'horizon de deux trimestres (coefficient de 0,75 à  $t + 2$ ).

# PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION DES SALAIRES, DES PRIX ET DE L'INFLATION

Graphique 10

## Indice des attentes d'inflation et taux d'augmentation de l'IPC



a. Indice des réponses obtenues concernant le taux annuel d'augmentation de l'IPC attendu au cours des deux années à venir. La note 13, à la page 8, décrit le mode de construction de l'indice.

b. Les lecteurs désireux d'en savoir plus sur le taux d'inflation visé par la Banque sont invités à consulter le site Web de cette dernière à l'adresse [www.banqueducanada.ca/fr/documents/bg-i3-f.htm](http://www.banqueducanada.ca/fr/documents/bg-i3-f.htm).

Tableau 10

## Corrélation entre l'indice des attentes d'inflation au temps $t$ et la moyenne sur deux ans du taux d'augmentation de l'IPC global (IPCG)

IPCG <sub><math>t</math></sub>	0,78
IPCG <sub><math>t+1</math></sub>	0,58
IPCG <sub><math>t+2</math></sub>	0,52
IPCG <sub><math>t+3</math></sub>	0,48
IPCG <sub><math>t+4</math></sub>	0,25
IPCG <sub><math>t+5</math></sub>	0,22
IPCG <sub><math>t+6</math></sub>	0,35
IPCG <sub><math>t+7</math></sub>	0,31
IPCG <sub><math>t+8</math></sub>	-0,02

- Les attentes d'inflation semblent être bien arrimées au cours de la période examinée. L'indice des attentes d'inflation s'est maintenu à l'intérieur d'une fourchette relativement étroite, très près de la cible de 2 % visée par la Banque. Du troisième trimestre de 1997 au début de 2000, l'indice a fort peu varié.
- Les résultats indiquent une forte corrélation (0,78) entre l'indice des attentes d'inflation et l'inflation mesurée par l'IPC global au trimestre  $t$ , mais des corrélations plus faibles aux divers horizons de prévision. L'indice a beaucoup moins fluctué que l'inflation mesurée par l'IPC global.

## Ouvrages et articles cités

- Amirault, D., et L.-R. Lafleur (2000). « L'évolution récente de l'économie canadienne : une perspective régionale », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 13-25.
- Banque du Canada (2001). *La transmission de la politique monétaire*, document d'information accessible dans le site Web de la Banque du Canada, à l'adresse [www.banqueducanada.ca](http://www.banqueducanada.ca).
- Banque du Canada (2003). *Rapport sur la politique monétaire*, octobre.
- Brady, B., et F. Novin (2001). « Les facteurs agissant sur l'évolution régionale au Canada », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 23-32.
- Jenkins, P., et D. Longworth (2002). « Politique monétaire et incertitude », *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 3-10.
- Kwan, C. (2002). « Restructuring in the Canadian Economy: A Survey of Firms », document de travail n° 2002-8, Banque du Canada.
- Macklem, T. (2002). « Les éléments d'information et d'analyse préalables à la prise des décisions de politique monétaire », *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 11-19.
- Martin, M., et C. Papile (2004). « The Bank of Canada's Quarterly Industry Survey: An Assessment », document de travail n° 2004-15, Banque du Canada.
- Murray, J., et J. Powell (2002). « Le Canada est-il "dollarisé"? », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 3-12.
- (2003). « Le point sur la "dollarisation" du Canada », *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 31-36.

## Annexe

### Sources des données

Les données qui ont servi à préparer les graphiques et les tableaux proviennent des sources suivantes (en date d'octobre 2003) :

Variables économiques : nom de la série	Source
Produit intérieur brut (PIB) aux prix de base, données désaisonnalisées, aux prix constants de 1997	Statistique Canada : V2044313
Employés du secteur privé, données non désaisonnalisées	Statistique Canada : V2067135
Investissement des entreprises, machines et matériel, données non désaisonnalisées, aux prix courants	Statistique Canada : V499493
Investissement du secteur des entreprises, bâtiments, données non désaisonnalisées, aux prix courants	Statistique Canada : V499491
Indice des prix à la consommation, ensemble, données non désaisonnalisées	Statistique Canada : V735319
Taux d'utilisation de la capacité industrielle, total industriel	Statistique Canada : V4331081
Indice implicite des prix du PIB	Statistique Canada : V1997756
Estimation de l'écart de production	Banque du Canada : <i>Rapport sur la politique monétaire</i> d'octobre 2003
Rémunération totale par heure travaillée, secteur des entreprises (indice)	Statistique Canada : V1409158
Enquête sur les perspectives des entreprises	Banque du Canada



# La transmission des variations des taux de change dans les pays industrialisés

*Jeannine Bailliu et Hamed Bouakez, département des Relations internationales*

- *Bien que les valeurs estimées du degré de transmission des variations du taux de change (pass-through) varient selon les pays et les secteurs d'activité, il semble que, dans les pays industrialisés, la dépréciation ou l'appréciation de la monnaie locale ne se transmette pas entièrement aux prix des importations, exprimés dans cette monnaie.*
- *Le degré de transmission des variations du taux de change aux prix à la consommation paraît avoir diminué dans de nombreux pays industrialisés dans les années 1990, malgré la forte dépréciation de la monnaie de plusieurs d'entre eux.*
- *Comme cette diminution du degré de transmission est survenue durant la période de faible inflation que connaissent la plupart des pays industrialisés depuis une dizaine d'années, l'idée selon laquelle ces deux phénomènes seraient liés s'est répandue.*
- *Il est important d'évaluer le degré de transmission, et d'établir s'il a diminué ou non, car cet élément entre en ligne dans la formulation et la conduite de la politique monétaire.*

**L**a mesure dans laquelle les variations du taux de change se répercutent sur les prix est une question qui suscite depuis longtemps un grand intérêt en économie internationale.

Cet intérêt a toutefois été avivé dans les années 1970 lorsque l'inflation s'est mise à grimper et que, dans la foulée de l'effondrement du système de parités fixes mais ajustables de Bretton Woods, de nombreux pays industrialisés ont adopté des régimes de taux de change plus flexibles<sup>1</sup>. Le climat de forte inflation qui existait alors a amené les banques centrales à se soucier davantage des effets possibles des variations du cours de leur monnaie sur l'inflation. En particulier, elles s'inquiétaient de la formation possible d'un cercle vicieux en vertu duquel une forte dépréciation alimenterait l'inflation et accentuerait les attentes d'une hausse de l'inflation dans l'avenir.

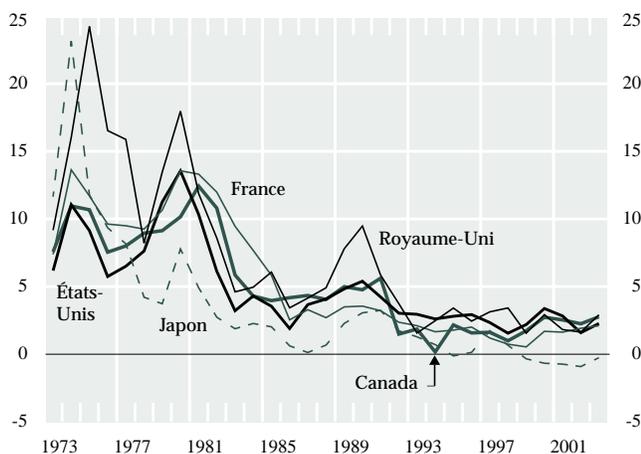
Cette crainte qu'une dépréciation de la monnaie puisse engendrer une spirale inflationniste s'est atténuée lorsque les pays industrialisés ont commencé à réduire et à stabiliser leur niveau d'inflation dans les années 1980 et au début des années 1990 (Graphique 1). Bien que plusieurs facteurs puissent avoir contribué à ce mouvement vers un taux d'inflation bas et stable, il est généralement admis que l'adoption de régimes de politique monétaire plus crédibles a joué un rôle important à cet égard. Dans des pays comme l'Australie, le Canada et le Royaume-Uni, ce gain de crédibilité a été appuyé par l'adoption d'un cadre de poursuite de cibles en matière d'inflation. Dans d'autres pays, comme les États-Unis, la crédibilité de la politique monétaire a été renforcée par un engagement soutenu à maintenir un bas taux d'inflation.

1. La hausse de l'inflation observée dans les années 1970 est en partie attribuable aux chocs pétroliers et aux politiques expansionnistes adoptées en réaction à ces chocs.

## Graphique 1

### Taux d'inflation de quelques pays industrialisés

Taux de variation sur douze mois de l'indice global des prix à la consommation



La période de faible inflation dans laquelle la plupart des pays industrialisés sont entrés depuis environ une dizaine d'années a aussi coïncidé avec la dépréciation substantielle du cours de certaines monnaies. Toutefois, les fortes dépréciations qu'ont connues pendant les années 1990 les devises du Canada, de la Suède et du Royaume-Uni, par exemple, ont touché les prix à la consommation de ces pays de manière beaucoup moins prononcée que prévu. Ce qui en a amené beaucoup à conclure que le degré de transmission des variations du taux de change aux prix à la consommation avait diminué<sup>2</sup>. Il est très important de vérifier cette hypothèse du point de vue de la politique monétaire. En effet, un degré de transmission moindre signifierait que les fluctuations des taux de change ont moins d'effets sur les prix à la consommation et, par conséquent, sur l'inflation à court terme, qu'on ne le croyait auparavant<sup>3</sup>. Cela pourrait modifier les prévisions des banques centrales concernant le comportement futur de l'inflation, prévisions qui sont déterminantes dans la

2. La variation des prix intérieurs causée par une variation du taux de change correspond au *degré de transmission des variations du taux de change*. Ce concept a été traditionnellement défini comme étant la variation en pourcentage du prix en monnaie nationale d'un bien importé induite par une variation de un point de pourcentage du taux de change nominal entre le pays exportateur et le pays importateur. Cette définition a évolué au fil des ans pour englober d'autres types de prix, notamment les prix à la consommation.

3. Dans les économies où les attentes d'inflation sont bien arriérées, les mouvements du taux de change ne devraient pas avoir d'effet sur la tendance de l'inflation.

conduite de la politique monétaire. De plus, une diminution des effets des variations du taux de change nominal sur les prix relatifs des biens produits au pays et des biens importés pourrait atténuer le « transfert des dépenses » (*expenditure-switching*) entre les pays<sup>4</sup>. Enfin, une transmission moins prononcée des variations du taux de change pourrait avoir des conséquences sur la propagation des chocs monétaires entre les pays ainsi que sur le choix que font les pays industrialisés en matière de régime de taux de change et de cadre de politique monétaire.

Le présent article étudie la transmission des variations des taux de change dans les pays industrialisés. Nous examinons d'abord les raisons pour lesquelles cette transmission pourrait ne pas être complète, même à long terme, un postulat que confortent les études empiriques. Nous passons ensuite en revue les diverses estimations empiriques de ce degré de transmission dans les pays industrialisés, afin d'établir s'il a effectivement diminué. Puis, nous fournissons les explications de cette baisse, avant de conclure par un examen de ses implications pour la politique monétaire.

### Pourquoi la transmission des variations du taux de change est-elle incomplète?

Une dépréciation de la monnaie nationale a généralement comme effet attendu d'accroître les prix des biens importés<sup>5</sup>. Si elle se répercute entièrement sur les prix des importations, la transmission est dite « complète ». Par contre, si une partie seulement de la dépréciation est transmise aux prix des importations, la transmission est partielle ou incomplète. Le degré et la vitesse de la transmission aux prix des biens importés sont fonction de plusieurs facteurs, dont la durée prévue de la dépréciation, les coûts liés à l'ajustement des prix et les conditions de la demande.

Le processus de transmission comprend deux étapes. À la première, les mouvements du taux de change se répercutent sur les prix à l'importation. À la seconde étape, les variations des prix à l'importation influent sur les prix à la consommation. La mesure dans laquelle ces changements se transmettent à l'indice

4. Les transferts de dépenses (*expenditure-switching*) sont définis et traités plus en détail à la section concernant les implications pour la politique monétaire.

5. Ceci s'applique à la fois aux prix des biens importés finaux et intermédiaires, car dans le cas de ces derniers, une augmentation des prix des intrants importés se traduirait par une hausse des coûts de production.

des prix à la consommation (IPC) dépend de la part qu'occupent les biens importés dans le panier de consommation. Habituellement, toutefois, une variation du taux de change se répercute aussi sur les prix à la consommation par l'influence qu'elle a sur la demande de produits intérieurs : ainsi, une dépréciation donnant lieu à une majoration du prix des biens importés fera augmenter la demande de biens produits au pays qui concurrencent les importations. Lorsque cette demande s'intensifie, elle exerce des pressions à la hausse sur les prix intérieurs et les salaires nominaux. En augmentant, les salaires poussent encore davantage à la hausse les prix intérieurs<sup>6</sup>.

---

*Le processus de transmission comprend deux étapes. À la première, les mouvements du taux de change se répercutent sur les prix à l'importation.*

---

### **Transmission aux prix à l'importation**

La plupart des études sur la transmission des variations du taux de change sont motivées par la conclusion commune des études empiriques, à savoir que les variations du taux de change ne se répercutent pas entièrement sur les prix à l'importation, même à long terme<sup>7</sup>. Une transmission incomplète aux prix des biens importés représente une transgression de la loi du prix unique parmi les biens échangeables. Selon cette loi, sur des marchés concurrentiels exempts de coûts de transport et d'obstacles officiels au commerce, des biens homogènes doivent se vendre au même prix, après conversion dans une monnaie commune, peu importe le pays dans lequel ils sont vendus. Une violation à la loi du prix unique peut survenir soit à cause des coûts des échanges internationaux, soit parce que l'on pratique la discrimination par les prix (*pricing-to-market* ou *PTM*).

---

6. Voir à ce sujet Caramazza (1986).

7. Voir Goldberg et Knetter (1997) pour une revue détaillée des recherches sur ce sujet.

---

*Une transmission incomplète aux prix des biens importés représente une transgression de la loi du prix unique parmi les biens échangeables.*

---

Les coûts des échanges internationaux sont constitués de tous les éléments qui créent des écarts entre les prix des biens sur le marché intérieur et les marchés extérieurs, notamment les coûts de transport ainsi que les barrières tarifaires et non tarifaires. Il est toutefois important de souligner que la transmission sera complète si le coût marginal des échanges internationaux est constant. Dans ce cas, la loi du prix unique se vérifie sous une forme faible, et les variations du taux de change sont entièrement transmises aux prix des biens importés. Par contre, des coûts marginaux de transport non constants peuvent conduire à une transmission incomplète. Krugman (1987) illustre ce cas à l'aide d'un exemple simple où, par hypothèse, le coût marginal de transport augmente avec le volume des importations. Si le cours de la monnaie du pays importateur s'apprécie, le prix des importations diminuera, entraînant un accroissement du volume de biens importés. Comme cette hausse fait grimper le coût marginal de transport, la baisse des prix des importations sera moindre que l'appréciation de la monnaie.

La discrimination par les prix (*PTM*) a trait à la capacité des entreprises en situation de concurrence monopolistique de pratiquer (volontairement) des prix différents d'un marché à l'autre<sup>8</sup>. Selon la théorie microéconomique, sous certaines conditions, cette stratégie peut être optimale pour l'entreprise. Il est clair cependant qu'elle n'est applicable que si des contraintes économiques ou institutionnelles empêchent les agents de tirer avantage des écarts possibles de prix entre les marchés. L'industrie de l'automobile est un bon exemple de secteur où les prix sont fixés en fonction des marchés. En effet, les prix de détail (une fois convertis dans une

---

8. Les études empiriques semblent fortement corroborer la théorie de la discrimination par les prix (*PTM*). À partir de données canadiennes et américaines désagrégées, Engel (1993) a montré que la variabilité des prix relatifs de biens similaires dans des pays différents est supérieure à celle des prix relatifs de biens différenciés à l'intérieur d'un même pays. De plus, à l'aide de données sur l'IPC dans diverses villes américaines et canadiennes, Engel et Rogers (1996) ont constaté que les transgressions de la loi du prix unique sont beaucoup plus importantes entre deux villes de pays différents qu'entre deux villes aussi éloignées que les premières, mais situées dans le même pays.

même monnaie) pour des véhicules similaires étaient nettement plus faibles au Canada qu'aux États-Unis ces dernières années<sup>9</sup>. Les constructeurs d'automobiles découragent les achats transfrontaliers de diverses façons, notamment en limitant la validité des garanties au pays d'achat.

---

*La discrimination par les prix (PTM)  
a trait à la capacité des entreprises en  
situation de concurrence  
monopolistique de pratiquer  
(volontairement) des prix différents  
d'un marché à l'autre.*

---

Un résultat important qui ressort de la littérature est que le degré de discrimination par les prix (*PTM*) dépend du taux de marge bénéficiaire de l'entreprise<sup>10</sup>. Plus particulièrement, si ce taux est constant, il n'y a pas de discrimination, de sorte que les prix des biens importés varient dans la même proportion que le taux de change. Par contre, si la marge bénéficiaire de l'entreprise décroît à mesure que ses prix augmentent, cette dernière choisira la méthode de la discrimination par les prix, de sorte que la transmission des variations du taux de change aux prix des biens importés ne pourra être complète<sup>11</sup>. À titre d'illustration, supposons une dépréciation de la monnaie d'un pays. Dans ce cas, comme le prix en monnaie nationale du bien étranger est majoré, l'entreprise étrangère exportatrice est incitée à réduire sa marge. Par conséquent, la hausse du prix du bien importé est moindre que la dépréciation de la monnaie du pays en question.

La discrimination par les prix (*PTM*) a d'abord été analysée au sein de modèles d'équilibre partiel dans lesquels les fluctuations du taux de change sont

---

9. Par exemple, en 2002, les prix de détail suggérés par les constructeurs étaient de 25 à 40 % inférieurs au Canada pour de nombreuses berlines compactes ou intermédiaires, de même que pour les mini-fourgonnettes (voir [www.canadiandriver.com](http://www.canadiandriver.com) et [www.autotrader.com](http://www.autotrader.com) pour les prix canadiens et américains, respectivement).

10. Ce résultat a aussi été démontré notamment par Dornbusch (1987), Krugman (1987) et Marston (1990).

11. Cette relation s'explique par le désir de l'entreprise de maintenir sa part de marché.

considérées comme exogènes. Un des inconvénients de cette approche est qu'elle occulte les mécanismes (et les canaux) par lesquels d'autres variables économiques influent sur le taux de change. Par la suite, Betts et Devereux (1996) ont intégré la discrimination par les prix à un modèle d'équilibre général, en postulant que les prix sont préétablis dans la monnaie du pays importateur, une hypothèse désormais appelée formation des prix en « monnaie locale » (*local currency pricing* ou *LCP*)<sup>12</sup>. Ainsi, si le pays importateur est touché par un choc monétaire et que sa monnaie s'apprécie, les prix des importations demeurent inchangés et, par conséquent, le degré de transmission est nul. Afin de permettre une transmission incomplète mais non nulle, des études subséquentes fondées sur celle de Betts et Devereux (1996) ont adopté l'hypothèse d'une certaine rigidité des prix des importations dans la monnaie locale, c'est-à-dire que les prix des importations ne sont pas entièrement préétablis mais mettent un certain temps à s'ajuster<sup>13</sup>. Dans la plupart de ces études, on attribue cette rigidité dans l'ajustement des prix au fait que les entreprises changent peu souvent leurs prix et le font de façon échelonnée, ou encore aux coûts explicites qu'un tel ajustement entraîne pour elles<sup>14</sup>. Dans ces conditions, l'ampleur de la transmission dépend du degré de rigidité des prix des biens importés : plus ces prix sont rigides dans la monnaie des pays importateurs, plus le degré de transmission est faible<sup>15</sup>.

Les coûts d'ajustement des prix peuvent aussi expliquer pourquoi le degré de transmission a tendance à être faible lorsque l'on ne croit pas que l'appréciation ou la dépréciation du taux de change sera durable. De fait, une entreprise désireuse de transmettre une variation temporaire du taux de change à ses prix devra modifier

---

12. À l'opposé, la facturation dans la monnaie du producteur (*producer-currency pricing* ou *PCP*) décrit une situation où les prix sont établis dans la monnaie du pays exportateur.

13. Une autre façon d'obtenir une transmission incomplète mais non nulle est de postuler que seulement une fraction des prix des importations d'un pays sont préétablis dans sa monnaie, tandis que les autres sont préétablis en monnaies étrangères. Dans ce cas, le degré de transmission dépendra de la proportion des prix qui sont établis dans la monnaie du pays importateur; plus cette proportion est grande, plus la transmission est faible, et inversement.

14. Les coûts d'ajustement des prix comprennent les coûts de réétiquetage et de publicité, ainsi que les coûts de révision et de réimpression des catalogues.

15. Il est important de noter que, dans les modèles d'équilibre général, les prix sont rigides à court terme mais entièrement flexibles à long terme. Par conséquent, la transmission des variations du taux de change est intégrale à long terme.

ceux-ci deux fois dans une courte période de temps. Si les avantages qu'elle peut tirer de ces modifications de prix sont inférieurs aux coûts d'ajustement des prix qu'elle doit assumer, les prix des biens importés resteront inchangés et le degré de transmission sera nul.

### **Transmission aux prix à la consommation**

Le panier de consommation utilisé pour calculer l'indice des prix à la consommation d'un pays comprend habituellement des biens produits au pays et des biens importés de l'étranger. Le degré de transmission des variations du taux de change à l'IPC sera donc fonction du taux de transmission aux prix des biens importés de la part occupée par les importations dans le panier des biens de consommation et de la réaction des produits intérieurs aux mouvements du taux de change. En supposant que les prix des produits intérieurs sont insensibles aux variations du taux de change, il y a deux raisons au moins pour lesquelles la transmission aux prix à la consommation peut ne pas être intégrale même si la transmission aux prix à l'importation l'est. Premièrement, les coûts de distribution, comme les coûts de transport, de commercialisation et de service, peuvent créer des écarts entre les prix à l'importation et les prix à la consommation, écarts qui fluctueront si les distributeurs ajustent leurs marges bénéficiaires en réaction aux mouvements de la monnaie locale. Deuxièmement, comme Bacchetta et van Wincoop (2002) l'ont souligné, l'application de stratégies de prix différentes par les grossistes étrangers et les détaillants locaux à l'égard des produits vendus sur le marché national peut expliquer que la transmission aux prix à la consommation soit inférieure à la part des biens importés dans le panier de l'IPC même si la transmission aux prix à l'importation est complète. Cela peut être le cas, par exemple, lorsque les sociétés étrangères exportatrices fixent leurs prix dans la monnaie de leur pays, pendant que les détaillants locaux préfèrent établir les leurs dans la monnaie nationale<sup>16</sup>. Toutefois, comme il a été mentionné précédemment, les prix des produits nationaux fluctuent généralement en fonction des mouvements du taux de change, ce qui contribue aussi à expliquer pourquoi le taux de transmission de

16. En outre, les grands détaillants pourraient avoir des marques maison, pour lesquelles ils s'approvisionnent soit à l'étranger soit au pays selon les prix relatifs. Un autre type de substitution peut se produire lorsque les grands détaillants cessent de stocker des produits étrangers à cause de leurs prix devenus trop élevés. Dans un cas comme dans l'autre, les mouvements du taux de change nominal ne seraient pas transmis aux prix à la consommation.

ces mouvements aux prix à la consommation n'est pas nécessairement égal à la part qu'occupent les importations dans le panier de l'IPC, et ce, même si la transmission aux prix à l'importation est intégrale. Il importe de signaler que la sensibilité des prix des produits nationaux aux variations du taux de change est fonction de plusieurs facteurs, dont la substitutabilité de ces produits aux importations, les coûts d'ajustement des prix intérieurs et la rigidité des salaires nominaux<sup>17</sup>.

### **Estimations empiriques de la transmission des variations du taux de change**

Comme nous l'avons signalé, la plupart des études citées à la section précédente, et dont l'objet était de fournir des explications théoriques à la transmission incomplète, étaient motivées par la conclusion commune aux travaux empiriques, selon laquelle les variations du taux de change ne se répercutent pas entièrement sur les prix des biens importés. Bien que les estimations du degré de transmission des variations du taux de change varient selon les secteurs d'activité et les pays, elles indiquent que, dans les pays industrialisés, la dépréciation ou l'appréciation de la monnaie locale ne se transmet pas intégralement aux prix des importations, exprimés dans cette monnaie<sup>18</sup>. Ainsi, dans une étude qu'ils ont consacrée aux prix à l'importation dans un échantillon de pays industrialisés depuis la fin des accords de Bretton Woods, Campa et Goldberg (2002) obtiennent des élasticités de transmission moyennes d'environ 60 % à court terme et de 75 % à long terme<sup>19, 20</sup>. De plus, ces auteurs ont constaté que la transmission était plus forte dans les secteurs qui produisent des biens plus homogènes, comme les secteurs de l'énergie et des matières premières,

17. Voir Ambler, Dib et Rebei (2003) pour une description du rôle que jouent les rigidités des salaires nominaux dans l'atténuation de la transmission des variations du taux de change aux prix à la consommation.

18. Selon les résultats empiriques obtenus, cette transmission incomplète serait en grande partie attribuable aux ajustements des taux de marge bénéficiaire. Voir Goldberg et Knetter (1997) et Anderton (2003) pour plus de détails à ce sujet.

19. Comme c'est habituellement le cas dans ce type d'études, le court terme correspond à un trimestre et le long terme, à un an.

20. Ces résultats sont conformes aux estimations d'Anderton (2003). Celui-ci a en effet conclu qu'à long terme, 50 à 70 % des fluctuations du taux de change effectif de l'euro sont transmises aux prix des biens manufacturés importés des pays n'appartenant pas à la zone euro.

mais moins forte dans ceux qui produisent des biens manufacturés plus différenciés. Les estimations pour le Canada s'approchent de la moyenne pour cet échantillon, avec une élasticité de 65 % à court terme et de 68 % à long terme. Une mise en garde s'impose toutefois quant à l'interprétation de ces résultats. En fait, au Canada, les prix à l'importation de certains produits sont obtenus en multipliant le prix du bien importé en monnaie étrangère par le taux de change nominal<sup>21</sup>. Comme, dans ce cas, le degré de transmission équivaut à 1 par définition, les estimations empiriques pour le Canada sont susceptibles d'être l'objet d'un biais à la hausse.

Les États-Unis se démarquent fortement des autres pays de l'échantillon retenu, affichant des élasticités de transmission nettement inférieures aux moyennes (soit 25 % pour le court terme et 40 % à long terme)<sup>22</sup>. Ce phénomène pourrait s'expliquer par le souci probable des entreprises qui exportent aux États-Unis de gagner ou de maintenir leur part sur ce grand marché concurrentiel et, donc, par leur réticence à transmettre les variations du taux de change à leurs prix. Cette explication est conforme aux observations recueillies selon lesquelles la majorité des entreprises qui exportent aux États-Unis fixent leurs prix en dollars américains<sup>23</sup>.

Les résultats empiriques obtenus étayent le point de vue selon lequel le degré de transmission aux prix à la consommation est inférieur à la part des importations dans le panier de consommation. Gagnon et Ihrig (2002) ont estimé que le taux moyen de transmission à long terme dans un échantillon donné de pays industrialisés était d'environ 20 % durant la période allant de 1972 à 2000, quoiqu'il serait tombé à environ 5 % vers la fin de cette période. Qui plus est, cette chute se serait produite à un moment où les échanges internationaux (et, par conséquent, les importations) connaissaient une croissance fulgurante (ce qui laisse supposer que la part moyenne des importations dans le panier de consommation aurait elle aussi

augmenté)<sup>24</sup>. Ces résultats corroborent les conclusions des études empiriques portant sur le Canada. Jusqu'à récemment, on estimait généralement qu'environ 20 % des variations permanentes du dollar canadien se répercutaient sur l'indice des prix à la consommation de référence<sup>25</sup>. Ce pourcentage correspond en gros à la proportion des importations qu'on trouvait dans le panier de biens et services utilisé dans l'indice de référence en 1986 (Banque du Canada, 2000). Toutefois, tout comme dans les autres pays industrialisés, la part des importations dans le panier servant au calcul de l'indice de référence a augmenté, tandis que le degré de transmission semble avoir diminué<sup>26</sup>.

---

*Tout comme dans les autres pays industrialisés, la part des importations dans le panier servant au calcul de l'indice de référence a augmenté, tandis que le degré de transmission semble avoir diminué.*

---

En effet, il semble que le degré de transmission des variations du taux de change aux prix à la consommation ait diminué durant les années 1990 dans de nombreux pays industrialisés et même dans certains pays à marché émergent, et ce, malgré de fortes baisses des taux de change. Par exemple, les monnaies du Royaume-Uni (1992), de la Suède (1992) et du Brésil (1999) ont connu des dépréciations substantielles, dont les effets sur les prix à la consommation de ces pays ont été beaucoup moins prononcés que ce à quoi on s'attendait sur la base de l'expérience passée<sup>27</sup>. De

---

21. Pour une analyse plus complète, voir Statistique Canada (2003).

22. Les auteurs ont constaté que le classement des pays selon l'élasticité de transmission n'est pas fortement corrélé avec la taille des pays. Ainsi, cette faible transmission tiendrait au fait qu'il s'agit des États-Unis et non pas simplement d'un grand pays.

23. Ces observations concordent avec les données selon lesquelles les entreprises étrangères vendant leurs produits aux États-Unis auraient une nette préférence pour la facturation en dollars américains. En effet, selon une étude de l'ECU Institute publiée en 1995, plus de 80 % des importations américaines sont facturées en dollars É.-U.

---

24. Les importations de biens et de services ont augmenté à un taux annuel moyen d'environ 10 % entre 1988 et 2000 dans les pays de l'OCDE (selon des données tirées de la publication du Fonds monétaire international intitulée *Statistiques financières internationales*).

25. L'indice de référence, une mesure de l'inflation de base, exclut les huit composantes les plus volatiles de l'indice des prix à la consommation ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Ces huit composantes sont les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, le transport interurbain, le tabac et les intérêts sur les prêts hypothécaires.

26. La part des importations dans l'indice de référence canadien est passé d'environ 15 % en 1976 à quelque 27 % en 1997 (Banque du Canada, 2000).

27. Comme le montrent Cunningham et Haldane (1999), le degré de transmission de la dépréciation aux prix à la consommation a été inférieur dans ces cas à la part des biens importés dans le panier de consommation.

même, la chute qu'a enregistrée le dollar canadien dans la première moitié des années 1990 a eu une incidence nettement moindre que prévu sur les prix à la consommation au pays. L'atténuation apparente du degré de transmission dans les pays industrialisés au cours des années 1990 a aussi été confirmée par plusieurs études économétriques<sup>28</sup>. Il faut toutefois être prudent dans l'interprétation des résultats de ces études : durant les périodes de fortes variations des taux de change, d'autres facteurs peuvent contrebalancer les retombées de ces variations sur le coût des biens importés et le niveau des prix dans un pays, mais il est difficile de quantifier les effets de ces facteurs à l'aide de méthodes économétriques. Laflèche (1996), par exemple, a constaté que des facteurs particuliers, comme la restructuration du marché des ventes au détail et l'abolition des tarifs douaniers sur les échanges commerciaux entre le Canada et les États-Unis, contribuent à expliquer les réactions des prix à la consommation au Canada à la dépréciation de la monnaie nationale durant la première moitié des années 1990<sup>29</sup>. Un autre élément qui aurait influé sur l'inflation dans les pays industrialisés au cours des années 1990 est l'essor des exportations de biens manufacturés par les pays à marché émergent, ceux d'Asie en particulier. Ce phénomène a accru l'offre mondiale de biens manufacturés et engendré des pressions à la baisse sur les prix dans les pays industrialisés<sup>30</sup>.

## Explications de l'atténuation récente du degré de transmission

Une explication possible du recul du degré de transmission est que la segmentation des marchés a augmenté parce que davantage d'entreprises pratiquent la discrimination par les prix (*PTM*) ou encore parce qu'une plus grande proportion des biens sont sujets à une telle discrimination. Par conséquent, le

28. Voir, par exemple, Gagnon et Ihrig (2002), pour les prix à la consommation, et Campa et Goldberg (2002), pour les prix à l'importation. En plus de ces études, qui portent sur de nombreux pays, il existe aussi des recherches consacrées à un pays indiquant une réduction du degré de transmission. Par exemple, Fillion et Léonard (1997) de même que Kichian (2001) ont constaté, à partir d'un modèle de courbe de Phillips, que le coefficient de transmission a baissé au Canada dans les années 1990 par rapport aux décennies précédentes.

29. Des facteurs cycliques ont aussi très probablement joué un rôle. En effet, le Canada était aux prises avec une offre excédentaire pendant presque toute cette période, de sorte qu'il était difficile pour les entreprises de hausser leurs prix.

30. Voir Gagnon, Sabourin et Lavoie (2003-2004) pour une analyse plus détaillée.

degré de discrimination par les prix est une variable endogène qui dépend de l'état de l'économie. Quels facteurs économiques auraient donc pu entraîner une augmentation du degré de discrimination par les prix et, par conséquent, une réduction du degré de transmission<sup>31</sup>?

## La politique monétaire et le climat d'inflation

Au cours des dix dernières années, de nombreux pays industrialisés ont réduit leur taux d'inflation et sont entrés dans une ère de stabilité relative des prix. Bien que de nombreux facteurs puissent avoir concouru à cette évolution, il est généralement admis que l'adoption de régimes de politique monétaire plus crédibles a joué un rôle important. Le fait que l'avènement d'un climat de bas taux d'inflation ait coïncidé avec la baisse observée du degré de transmission des variations des taux de change a popularisé l'idée selon laquelle ces deux phénomènes pourraient être liés. Taylor (2000) a été l'un des premiers à formuler explicitement l'hypothèse que le passage à une faible inflation dans de nombreux pays industrialisés ait réduit le degré de transmission des variations du taux de change aux prix intérieurs. Selon lui, ce degré de transmission est essentiellement fonction de la persistance des chocs de prix et de taux de change, laquelle tend à diminuer dans une économie où le taux d'inflation est bas et où la politique monétaire est davantage crédible.

En plus d'être attrayante sur le plan intuitif et de cadrer avec les observations recueillies, l'hypothèse de Taylor est aussi conforme à la théorie macroéconomique récente et aux résultats empiriques. Des modèles théoriques reliant explicitement la transmission des variations du taux de change à l'inflation ont récemment été présentés dans des études qui s'inscrivent dans le courant de la nouvelle macroéconomie ouverte<sup>32</sup>.

Choudhri et Hakura (2001), par exemple, ont mis en lumière un canal semblable à celui de Taylor (2000), au sein d'un modèle dynamique d'équilibre général

31. Les raisons du recul du degré de transmission aux prix à l'importation devraient aussi servir à expliquer l'affaiblissement de la transmission aux prix à la consommation. Toutefois, ce dernier pourrait aussi s'expliquer par la plus grande rigidité des salaires nominaux dans le secteur des biens finaux.

32. Dans la littérature sur la nouvelle macroéconomie ouverte, fondée sur l'étude Obstfeld et Rogoff (1995), les rigidités nominales et les imperfections des marchés sont incorporées à un modèle dynamique d'équilibre général appliqué à une économie ouverte et reposant sur des fondements microéconomiques bien définis.

faisant intervenir une concurrence imparfaite et des contrats échelonnés. Dans ce modèle, un climat de faible inflation amène une réduction du degré de transmission, car celui-ci dépend de l'incidence attendue des chocs monétaires sur les coûts actuels et futurs, qui à leur tour sont moins élevés dans un environnement de faible inflation. Devereux et Yetman (2002) ont également exploré le lien entre le degré de transmission et la politique monétaire au moyen d'un modèle dynamique d'équilibre général. Le degré de transmission y est déterminé par la fréquence des changements de prix effectués par les sociétés importatrices et cette fréquence est fonction du cadre de politique monétaire. Les entreprises des pays dont la politique monétaire est plus crédible (et où, par conséquent, le taux d'inflation moyen est plus bas) ont tendance à modifier leurs prix moins souvent, ce qui se traduit par un degré de transmission plus faible à court terme, mais pas à long terme. Enfin, Devereux, Engel et Storgaard (2003) ont eux aussi élaboré un modèle dynamique d'équilibre général liant la transmission des variations du taux de change à la politique monétaire, dans lequel le degré de transmission dépend de la monnaie dans laquelle les prix des biens importés sont préétablis. Contrairement aux études précédentes où le choix de la monnaie de facturation est un processus exogène, les auteurs montrent que, dans les pays qui appliquent des politiques monétaires relativement stables, les prix ont tendance à être principalement fixés dans la monnaie des pays importateurs. Ils déduisent qu'une politique monétaire plus stable est associée à un degré de transmission plus faible.

La relation entre la transmission des variations du taux de change et l'environnement d'inflation a aussi fait l'objet de plusieurs analyses empiriques. La plupart de celles-ci ont été effectuées à partir de données en coupes transversales et elles visent à expliquer les différences dans les élasticités de transmission de divers pays. Choudhri et Hakura (2001) ainsi que Devereux et Yetman (2002), par exemple, ont examiné l'incidence de variables d'inflation sur les écarts entre les degrés de transmission d'une vaste gamme de pays. Ils ont conclu que ces variables ont un pouvoir explicatif. Gagnon et Ihrig (2002) et Bailliu et Fujii (2004) ont choisi plutôt d'examiner si le degré de transmission des variations des taux de change avait diminué dans les pays industrialisés ayant adopté un régime de politique monétaire plus crédible. Les deux études obtiennent des résultats qui confirment cette hypothèse.

### ***La modification de la composition de l'indice des prix des biens importés***

Jusqu'ici, notre attention s'est portée sur les raisons pouvant expliquer la récente baisse du degré de transmission des variations des taux de change aux prix des biens importés pris séparément. Toutefois, de nombreuses études empiriques utilisent des indices de prix à l'importation plutôt que des données fortement désagrégées. Un autre facteur de cette baisse serait donc la modification de la composition des importations en faveur des secteurs où la transmission des variations du taux de change est moindre. Campa et Goldberg (2002) ont obtenu des résultats étayant cette hypothèse. Selon leur étude, le degré de transmission aux prix à l'importation aurait diminué dans les pays industrialisés parce que la composition de leurs importations a changé au profit des secteurs où le degré de transmission est plus bas, comme le secteur manufacturier (où les biens produits sont plus différenciés et où, par conséquent, les entreprises auront davantage tendance à pratiquer la discrimination par les prix).

### **Implications, pour la politique monétaire, d'une atténuation du degré de transmission**

Un degré moindre de transmission des variations du taux de change pourrait avoir d'importantes implications pour la politique monétaire. Premièrement, la diminution de la transmission aux prix à la consommation pourrait influencer sur les prévisions des autorités monétaires relatives à l'évolution future de l'inflation, lesquelles jouent un rôle très important dans la conduite de la politique monétaire. En effet, pour que la politique monétaire soit menée avec succès, il faut non seulement que les autorités monétaires aient une bonne compréhension théorique de la dynamique de l'inflation, mais qu'elles puissent relativement bien prédire le comportement futur de l'inflation<sup>33</sup>. Si les prévisions d'inflation étaient fondées sur des estimations qui ne tiendraient pas compte de la récente atténuation du degré de transmission des variations du taux de change, ces prévisions pourraient surestimer les effets des variations du taux de change sur l'inflation<sup>34</sup>.

33. Ces considérations sont particulièrement importantes pour les banques centrales qui ont adopté des cibles d'inflation afin de les guider dans la conduite de leur politique monétaire.

34. Ce biais serait plus prononcé dans le cas des économies où la part des importations dans le panier de consommation est relativement grande.

Deuxièmement, une atténuation de l'incidence des variations du taux de change sur les prix des importations pourrait se traduire par des « transferts de dépenses » (*expenditure-switching*) moins prononcés. On pense ici aux changements dans la composition de la demande découlant de variations des prix relatifs internationaux attribuables à des fluctuations du taux de change nominal. Par exemple, une dépréciation de la monnaie d'un pays (dans lequel les variations du taux de change sont transmises aux prix des importations) fait augmenter les prix des biens étrangers par rapport à ceux des produits intérieurs. Toutes choses étant égales par ailleurs, il en résulte un accroissement de la demande mondiale de biens de ce pays par rapport à la demande de biens d'autres pays. Si le degré de transmission aux prix des importations fléchit, le mouvement des prix relatifs sera plus faible, de même que l'effet de ce mouvement sur la demande relative. Autrement dit, si les prix relatifs s'ajustent moins, les consommateurs seront moins incités à remplacer les biens étrangers par des produits intérieurs. Il importe de souligner que les transferts de dépenses ne diminuent pas lorsque la transmission aux prix à la consommation s'est atténuée, mais que la transmission aux prix des importations est demeurée inchangée.

Troisièmement, une baisse du degré de transmission peut aussi avoir d'importantes conséquences sur la propagation des chocs entre les pays. Comme l'ont montré Betts et Devereux (2001), lorsque la transmission est complète, les chocs de politique monétaire produisent des covariations négatives de la production entre les pays. Intuitivement, une dépréciation de la monnaie d'un pays due à un choc monétaire provoque un transfert des dépenses qui a pour effet de réduire la demande mondiale de biens étrangers relativement à la demande de biens fabriqués par le pays dont la monnaie s'est dépréciée. Par conséquent, la production augmente dans ce pays et diminue ailleurs. Si la transmission s'atténue, cet effet commence à s'inverser. À un degré de transmission suffisamment bas, la corrélation de la production entre les pays devient positive<sup>35</sup>. Ainsi, dans la mesure où les chocs de politique monétaire ont une incidence importante sur les cycles économiques, la récente baisse du degré de transmission signifierait que ces cycles sont davantage synchronisés entre les pays.

35. Dans une économie où la transmission est complète, les chocs de politique monétaire produisent des corrélations positives de la consommation entre les pays; ces corrélations deviennent négatives lorsque le degré de transmission est suffisamment bas.

Enfin, un résultat théorique important qui est ressorti dernièrement des études réalisées dans le champ de la nouvelle macroéconomie ouverte est que la politique monétaire optimale dépend du degré de transmission aux prix des biens importés<sup>36</sup>. Notamment, lorsque la transmission est complète, un régime de taux de change flexible est souhaitable parce qu'il permet aux prix relatifs de s'ajuster. Une politique monétaire appropriée peut ainsi reproduire les allocations optimales qu'on obtiendrait si les prix étaient flexibles. Par contraste, lorsque la transmission est nulle (ce qui se produit lorsque tous les prix sont fixés dans la monnaie locale), la politique optimale consiste à fixer le taux de change nominal, car dans un tel cas, un taux de change flexible ne pourrait donner lieu à un ajustement optimal des prix relatifs. Il importe toutefois de se rappeler qu'aucun de ces scénarios extrêmes n'est susceptible de se réaliser puisque la transmission des variations du taux de change aux prix des importations dans les pays industrialisés n'est ni nulle ni complète. Bien que cette transmission ait diminué ces dernières années, les études empiriques révèlent qu'elle est partielle (et que, par conséquent, les prix dans les pays industrialisés seraient établis à la fois en monnaie locale et dans la monnaie du pays producteur). D'autres recherches nous paraissent donc nécessaires pour déterminer le cadre de politique monétaire optimal lorsqu'il y a transmission partielle des variations du taux de change.

Les résultats empiriques portent aussi à croire que la transmission aux prix à l'importation est plus prononcée que la transmission aux prix à la consommation. En effet, comme nous l'avons vu à la section sur les estimations empiriques, la transmission aux prix à l'importation, sans être complète, serait très forte. Par contre, la transmission aux prix à la consommation semble très faible depuis le début des années 1990. Un degré élevé de transmission aux prix à l'importation signifierait donc que le taux de change peut servir à amortir les chocs, même si la transmission aux prix à la consommation est très faible. Comme l'a indiqué Engel (2002), en incorporant aux modèles macroéconomiques cette hypothèse d'un degré de transmission aux prix à l'importation différent du degré de transmission aux prix à la consommation, la politique monétaire optimale n'implique plus le choix d'un régime de change fixe.

36. Voir Devereux et Engel (2003) pour une discussion plus approfondie sur cette question.

## Conclusions

Les études empiriques montrent que la transmission des variations du taux de change aux prix à l'importation et aux prix à la consommation a diminué depuis dix ans. Plusieurs explications plausibles de cette baisse possible ont été proposées, notamment le passage à un climat de bas taux d'inflation dans les pays industrialisés (grâce à l'adoption de cadres de politique monétaire plus crédibles) et les changements survenus dans la composition des importations au

profit de secteurs où la transmission des variations du taux de change est plus faible. Il est important de déterminer l'ampleur et les causes de cette diminution, étant donné ses implications possibles pour la politique monétaire, notamment en raison de l'incidence du degré de transmission sur les prévisions relatives à l'inflation que formulent les banques centrales, ainsi que sur les transferts de dépenses, la propagation des chocs monétaires entre pays et le choix des régimes optimaux de taux de change et de politique monétaire.

---

## Ouvrages et articles cités

- Ambler, S., A. Dib et N. Rebei (2003). « Nominal Rigidities and Exchange Rate Pass-Through in a Structural Model of a Small Open Economy », document de travail n° 2003-29, Banque du Canada.
- Anderton, B. (2003). « Extra-Euro Area Manufacturing Import Prices and Exchange Rate Pass-Through », document de travail n° 219, Banque centrale européenne.
- Bacchetta, P., et E. van Wincoop (2002). « Why Do Consumer Prices React less than Import Prices to Exchange Rates? », document de travail n° 9352, National Bureau of Economic Research.
- Bailliu, J., et E. Fujii (2004). « Exchange Rate Pass-Through in Industrialized Countries: An Empirical Investigation », document de travail de la Banque du Canada, à paraître.
- Banque du Canada (2000). *Rapport sur la politique monétaire* (novembre).
- Betts, C., et M. Devereux (2001). « The International Effects of Monetary and Fiscal Policy in a Two-Country Model ». In : *Essays in Honor of Robert A. Mundell*, sous la direction de G. Calvo, R. Dornbusch et M. Obstfeld, Cambridge et Londres, MIT Press, p. 9-52.
- \_\_\_\_\_ (1996). « The Exchange Rate in a Model of Pricing-to-Market », *European Economic Review*, vol. 40, n°s 3-5, p. 1007-1021.
- Campa, J., et L. Goldberg (2002). « Exchange Rate Pass-Through into Import Prices: A Macro or Micro Phenomenon? », document de travail n° 8934, National Bureau of Economic Research.
- Caramazza, F. (1986). « L'interaction des variations du taux de change et de l'inflation », *Revue de la Banque du Canada* (juillet), p. 3-14.
- Choudhri, E., et D. Hakura (2001). « Exchange Rate Pass-Through to Domestic Prices: Does the Inflationary Environment Matter? », document de travail n° WP/01/194, Fonds monétaire international.
- Cunningham, A., et A. Haldane (2002). « The Monetary Transmission Mechanism in the United Kingdom: Pass-Through and Policy Rules ». In : *Monetary Policy: Rules and Transmission Mechanisms*, sous la direction de N. Loayza et K. Schmidt-Hebbel, Santiago, Chili, Banco Central de Chile.
- Devereux, M., et C. Engel (2003). « Monetary Policy in the Open Economy Revisited: Price Setting and Exchange-Rate Flexibility », *Review of Economic Studies*, vol. 70, n° 4, p. 765-783.
- Devereux, M., et J. Yetman (2002). « Établissement des prix et transmission des variations du taux de change : la théorie et les faits ». In : *Ajustement des prix et politique monétaire*, actes d'un colloque tenu à la Banque du Canada en novembre 2002, Ottawa, Banque du Canada.
- Devereux, M., C. Engel et P. Storgaard (2003). « Endogenous Exchange Rate Pass-Through When Nominal Prices Are Set in Advance », document de travail n° 9543, National Bureau of Economic Research.
- Dornbusch, R. (1987). « Exchange Rates and Prices », *American Economic Review*, vol. 77, n° 1, p. 93-106.

## Ouvrages et articles cités (suite)

- ECU Institute (1995). *International Currency Competition and the Future Role of the Single European Currency*, Londres, Kluwer Law International.
- Engel, C. (2002). « The Responsiveness of Consumer Prices to Exchange Rates: A Synthesis of Some New Open Economy Macro Models », The Manchester School, vol. 70, suppl. 1, p. 1-15.
- \_\_\_\_\_ (1993). « Real Exchange Rate and Relative Prices: An Empirical Investigation », *Journal of Monetary Economics*, vol. 32, n° 1, p. 35-50.
- Engel, C., et J. Rogers (1996). « How Wide Is the Border? », *American Economic Review*, vol. 86, n° 5, p. 1112-1125.
- Fillion, J.-F., et A. Léonard (1997). « La courbe de Phillips au Canada : un examen de quelques hypothèses », document de travail n° 1997-3, Banque du Canada.
- Gagnon, E., P. Sabourin et S. Lavoie (2003-2004). « L'évolution comparative des prix des services et des biens », *Revue de la Banque du Canada* (hiver), p. 3-10.
- Gagnon, J., et J. Ihrig (2002). « Monetary Policy and Exchange Rate Pass-Through », *International Finance Discussion Papers*, n° 2001-704, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Goldberg, P. K., et M. Knetter (1997). « Goods Prices and Exchange Rates: What Have We Learned? », *Journal of Economic Literature*, vol. 35, n° 3, p. 1243-1272.
- Kichian, M. (2001). « On the Nature and the Stability of the Canadian Phillips Curve », document de travail n° 2001-4, Banque du Canada.
- Krugman, P. (1987). « Pricing to Market When the Exchange Rate Changes ». In : *Real-Financial Linkages Among Open Economies*, sous la direction de S. Arndt et J. D. Richardson, Cambridge, Massachusetts, MIT Press.
- Lafèche, T. (1996-1997). « L'incidence des fluctuations du taux de change sur les prix à la consommation », *Revue de la Banque du Canada* (hiver), p. 21-32.
- Marston, R. (1990). « Pricing to Market in Japanese Manufacturing », *Journal of International Economics*, vol. 29, n° 3-4, p. 217-236.
- Obstfeld, M., et K. Rogoff (1995). « Exchange Rate Dynamics Redux », *Journal of Political Economy*, vol. 103, n° 3, p. 624-660.
- Statistique Canada (2003). « Modifications à l'indice des prix du commerce international de marchandises ». Document accessible à l'adresse [http://www.statcan.ca/francais/sdds/document/2203\\_D1\\_T9\\_V1\\_F.pdf](http://www.statcan.ca/francais/sdds/document/2203_D1_T9_V1_F.pdf).
- Taylor, J. (2000). « Low Inflation, Pass-Through, and the Pricing Power of Firms », *European Economic Review*, vol. 44, n° 7, p. 1389-1408.



# Les effets de richesse sont-ils importants au Canada?

Lise Pichette, département des Recherches

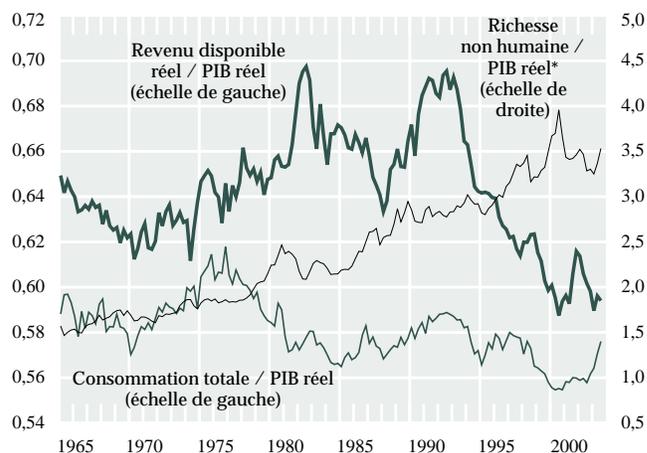
- Certains analystes attribuent en partie la vigueur affichée par la consommation entre 1995 et 2000 à la forte augmentation des cours boursiers.
- Selon les résultats obtenus pour le Canada, les dépenses de consommation réagissent très peu aux variations du cours des actions, mais elles sont sensibles à celles des prix de l'immobilier.
- Deux facteurs expliquent cette différence de comportement. D'une part, les fluctuations de la bourse ont tendance à être de plus courte durée que celles des prix de l'immobilier; d'autre part, une faible proportion seulement des ménages détiennent des actions.
- L'évolution de la richesse ayant une incidence directe sur la demande globale, les banques centrales doivent tenir compte de ce facteur dans l'élaboration de leur politique monétaire.

**L**e présent article examine la relation empirique entre la richesse et les dépenses de consommation au Canada, et plus particulièrement le rôle de la richesse boursière et de la richesse immobilière dans l'évolution de la consommation globale<sup>1</sup>.

Selon de nombreux économistes, la vive ascension des cours boursiers observée de 1995 à 2000 et l'enrichissement des ménages qui s'est ensuivi expliqueraient en partie le dynamisme de la consommation au cours de cette période. À première vue, les données canadiennes semblent indiquer que cet enrichissement pourrait avoir contribué au maintien des dépenses de consommation durant la dernière décennie. Comme le montre le Graphique 1, le ratio du revenu disponible au produit

Graphique 1

## Ratios du revenu disponible, de la richesse et de la consommation au PIB réel



\* La richesse non humaine est la somme de tous les actifs réels et financiers diminuée des engagements, mesurés à leur valeur marchande.

1. L'analyse résumée dans l'article, y compris les données techniques, est décrite en profondeur dans le document de travail de Pichette et Tremblay (2003).

intérieur brut (PIB) a diminué pendant cette période, tandis que celui de la consommation au PIB est demeuré relativement stable. Le ratio croissant de la richesse au PIB réel, également illustré au Graphique 1, pourrait être un élément d'explication.

Toutefois, si l'évolution du cours des actions était véritablement l'un des moteurs de la consommation, on aurait dû observer un ralentissement de celle-ci après le repli des indices boursiers, toutes choses égales par ailleurs. Or, la vigueur des dépenses de consommation s'est maintenue. La hausse des prix de l'immobilier pourrait expliquer ce phénomène.

## La richesse boursière vis-à-vis de la richesse immobilière

Bien que les théories mettant en lumière le rôle de la richesse dans la formation des habitudes de consommation n'impliquent généralement pas des effets différents selon les formes de détention de la richesse, il y a tout lieu de croire que la propension marginale à consommer<sup>2</sup> varie selon que les actifs détenus sont réels ou financiers.

---

*D'après les résultats de l'Enquête sur la sécurité financière menée en 1999 [...] environ les deux tiers des ménages canadiens sont propriétaires de leur logement, tandis que moins du tiers d'entre eux détiennent des actions, soit directement soit par l'entremise de fonds communs de placement.*

---

Premièrement, la richesse immobilière est moins concentrée dans les mains des ménages à hauts revenus que la richesse boursière. D'après les résultats de l'Enquête sur la sécurité financière menée en 1999 par Statistique Canada, environ les deux tiers des ménages canadiens sont propriétaires de leur logement, tandis que moins du tiers d'entre eux détiennent des actions, soit directement soit par

---

2. La propension marginale à consommer est donnée par le rapport entre la variation de la consommation et la variation du revenu disponible ou d'une mesure quelconque de la richesse.

l'entremise de fonds communs de placement. Comme la proportion des ménages possédant des actions est faible relativement à celle des propriétaires occupants, il est possible que ces deux formes de détention de la richesse induisent des effets différents sur la consommation lorsqu'on examine les données globales.

Deuxièmement, les variations des cours boursiers ont davantage tendance à s'inverser que celles des prix de l'immobilier. C'est pourquoi les ménages seraient plus susceptibles de modifier leurs habitudes de consommation par suite d'une variation du prix des maisons que des cours boursiers.

Troisièmement, la richesse immobilière est moins liquide que la richesse boursière, et le coût d'une transaction immobilière est habituellement supérieur puisque le système financier peut, dans certains cas, empêcher un ménage de donner sa maison en garantie. Ce facteur expliquerait que l'effet de richesse immobilière soit relativement plus faible. Toutefois, depuis les années 1960, ce genre de contraintes a diminué au Canada, les restrictions imposées aux banques en matière de crédit hypothécaire à l'habitation ayant été éliminées (Freedman, 1998). Cet assouplissement des règles a eu pour effet d'accroître la compétitivité des banques sur le marché des prêts hypothécaires et devrait en principe faciliter l'utilisation des garanties immobilières. Il n'en demeure pas moins que le refinancement hypothécaire reste plus coûteux et, en conséquence, moins répandu au Canada qu'aux États-Unis.

Quatrièmement, les plus-values immobilières réalisées par un propriétaire occupant bénéficient d'un traitement fiscal plus avantageux que les plus-values boursières, ce qui pourrait justifier une propension marginale à consommer plus élevée. Le profit qu'un propriétaire tire de la vente de sa résidence principale est en effet exonéré de l'impôt sur les gains en capital.

## Survol de la littérature

Depuis la publication de la théorie du revenu permanent de Friedman en 1957 et du modèle de cycle de vie d'Ando et Modigliani en 1963, les liens entre la consommation, la richesse et le revenu ont été abondamment étudiés. Le vif essor de la richesse boursière durant la seconde moitié des années 1990 et, plus récemment, la montée des prix de l'immobilier ont amené les chercheurs à s'intéresser à l'incidence de ces deux formes de richesse sur la consommation.

La majorité des travaux ont porté sur les États-Unis, mais quelques économistes ont examiné le cas canadien.

Macklem (1994) propose une mesure de la richesse au Canada formée de deux éléments : la richesse humaine et la richesse non humaine. La richesse humaine est une mesure du revenu permanent, défini par la valeur actualisée du revenu futur du travail. La richesse non humaine correspond au total des actifs réels et financiers diminué des engagements, mesurés à leur valeur marchande. Macklem constate que les variations de la richesse non humaine s'expliquent pour la plupart par les fluctuations des cours boursiers. Après avoir estimé un modèle à correction d'erreurs sur la période allant de 1964 à 1993, il conclut à l'existence d'une relation de long terme entre la consommation de biens non durables et de services, la richesse humaine et la richesse non humaine (actions exclues). À son avis, l'exclusion de la richesse boursière pourrait tenir à deux facteurs : i) les consommateurs considèrent peut-être les fluctuations des cours boursiers comme largement temporaires; ii) une petite proportion des ménages seulement possède des actions. Selon les estimations de Macklem, la consommation de biens non durables et de services progresse de 3,5 cents par dollar d'augmentation de la richesse non humaine (actions exclues).

---

*[Pichette) conclut qu'une hausse de 1 \$ de la valeur des actions entraîne, en moyenne, un accroissement de 2,2 cents de la consommation totale.*

---

En utilisant la même méthode que Macklem (1994), mais en prolongeant les séries jusqu'à la fin de 1998, Pichette (2000) analyse l'effet de la richesse boursière sur la consommation totale (biens durables compris) au Canada. Elle conclut qu'une hausse de 1 \$ de la valeur des actions entraîne, en moyenne, un accroissement de 2,2 cents de la consommation totale.

Aux États-Unis, la propension marginale à consommer la richesse non humaine, évaluée au moyen de modèles macroéconomiques traditionnels, s'établit de façon générale entre 3 et 7 cents par dollar. Maki et Palumbo (2001) obtiennent un résultat qui se situe dans une fourchette analogue (3-5 cents). Ils utilisent

une combinaison de données macroéconomiques et microéconomiques pour examiner l'effet de la richesse boursière sur le comportement de ménages ayant des revenus différents. D'après leurs résultats, seuls les ménages à hauts revenus ont bénéficié de la tenue exceptionnelle des marchés boursiers durant la deuxième moitié des années 1990. Ces ménages sont aussi ceux qui ont réduit le plus leur taux d'épargne (mesuré de la façon usuelle<sup>3</sup>). Maki et Palumbo signalent également que la plupart des ménages américains détenaient assez peu d'actions et que l'envolée des cours boursiers n'a pas fait beaucoup augmenter la valeur nette de leur patrimoine.

Faisant appel à des méthodes économétriques plus sophistiquées, Lettau et Ludvigson (2001) établissent une distinction entre les variations permanentes et transitoires de la richesse<sup>4</sup>. Fait intéressant, ils constatent que les mouvements de la richesse sont pour la plupart transitoires et résultent en grande partie des fluctuations des cours boursiers. Les auteurs relèvent également que seules les variations permanentes de la richesse influent sur la consommation. Par conséquent, ils estiment que la consommation des ménages américains progresse en moyenne de seulement 1,4 cent par dollar d'augmentation de la richesse, ce qui est bien inférieur à l'effet mesuré dans les travaux antérieurs.

La majorité des auteurs à avoir décomposé la richesse concluent que la consommation est plus sensible à la richesse immobilière que boursière. À l'aide d'un panel de 14 pays et d'un second panel constitué des États américains, Case, Quigley et Shiller (2001) trouvent peu d'indices donnant à penser que la richesse boursière influe sur la consommation. Par contre, leurs résultats montrent qu'une hausse des prix de l'immobilier a un effet important et systématique sur la consommation. Travaillant sur des données américaines, Desnoyers (2001) définit la richesse comme la somme de deux éléments seulement : la richesse boursière et la richesse immobilière. Il constate que la propension marginale à consommer s'établit à environ 5,8 cents par dollar dans le cas de la richesse boursière et peut atteindre jusqu'à 20 cents dans celui de la richesse immobilière. Ces effets de richesse sont toutefois transitoires, en ce sens que les variations de la richesse n'ont aucune incidence significative permanente sur la consommation.

---

3. Les mesures usuelles du revenu et de l'épargne excluent les gains en capital.

4. Leur mesure de la richesse n'englobe pas la richesse humaine.

## Les données

Nous reprenons ici le fil de l'analyse de Macklem (1994) en décomposant la richesse totale en deux grands éléments : la richesse humaine et la richesse non humaine. La richesse humaine est fonction de la valeur actualisée du revenu disponible courant et futur, de même que du taux d'intérêt réel attendu. La richesse boursière et la richesse immobilière, les deux variables étudiées dans le présent article, font partie de la richesse non humaine. Elles sont respectivement constituées des actions détenues par les particuliers et les entreprises individuelles et du parc immobilier résidentiel net des prêts hypothécaires. La majorité des données ayant servi au calcul de la richesse non humaine sont tirées de la publication de Statistique Canada intitulée *Comptes du bilan national*, à l'exception de celles relatives aux actifs réels. Nous avons corrigé la valeur des biens durables et du parc immobilier résidentiel afin de tenir compte de leur taux d'amortissement et de leur valeur marchande. Les actions sont mesurées à leur valeur marchande (et non pas comptable), établie selon l'indice TSX de la Bourse de Toronto.

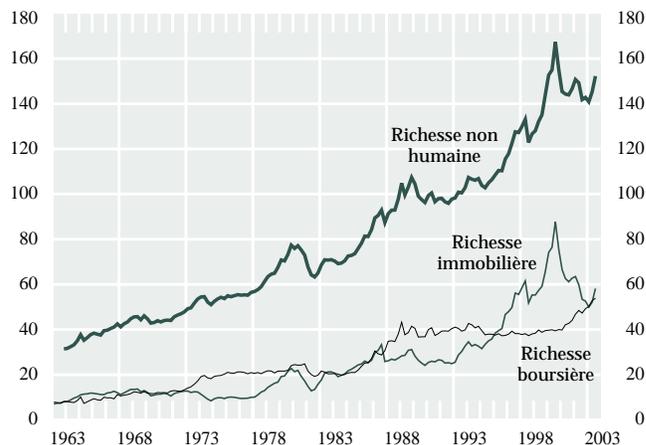
Le Graphique 2 illustre l'évolution de la richesse non humaine (actions et immobilier compris) de 1965 à 2003. Cette évolution semble avoir été essentiellement déterminée par celle de la richesse boursière durant la dernière décennie. La part des actions dans la richesse non humaine, qui était inférieure à 30 % au début des années 1960, a augmenté considérablement pour dépasser les 50 % en 2000. Depuis l'éclatement de la bulle technologique en 2001, elle est retombée à environ 40 %. En revanche, la part de l'immobilier résidentiel s'est accrue ces trois dernières années et représente maintenant plus de 30 % de la richesse non humaine des ménages.

Les dépenses de consommation constituent une autre variable cruciale de ce modèle. La théorie standard de la consommation veut que l'on mesure la consommation globale à l'aide du flux de services que produisent les biens durables plutôt que sur la base de leur valeur d'achat. Ainsi, l'utilité découlant de la possession d'une voiture ne tiendrait pas à la voiture elle-même, mais aux services qu'elle procure (p. ex., le transport et la commodité). Il n'existe cependant pas de moyen simple de calculer ces flux de services. Dans le présent article, les dépenses réelles en biens non durables et en services servent à représenter la consommation totale, ce qui présuppose que ces dépenses constituent une proportion constante de la consommation totale.

Graphique 2

### Évolution de la richesse non humaine réelle par habitant et de ses composantes boursière et immobilière

Milliards de \$



L'exclusion des biens durables entraîne toutefois une légère sous-estimation de la propension marginale à consommer, les plus-values boursières réalisées étant souvent affectées à l'achat de biens durables<sup>5</sup>.

En ce qui concerne la mesure de la consommation, il convient de noter que la consommation de services inclut les loyers effectifs et imputés, qui sont directement liés à l'évolution des prix de l'immobilier.

## Les résultats empiriques

Jusqu'à tout récemment, la méthode la plus répandue pour calculer la propension marginale à consommer était un simple modèle à correction d'erreurs, soit une équation dynamique qui incluait un terme rendant compte de la relation de long terme entre la consommation, le revenu du travail et les diverses formes de richesse. Lettau, Ludvigson et Barczi (2001) jugent cette méthode inappropriée, car elle suppose que la consommation est la seule variable à s'ajuster lorsque les niveaux de la consommation, de la richesse et du revenu du travail ne cadrent pas avec ceux qu'impliquent leur relation de long terme. Pour contourner le problème, ils proposent d'employer un modèle vectoriel à correction d'erreurs. Cette méthode

5. Poterba et Samwick (1995) constatent que la richesse influe davantage sur la consommation des biens durables que sur celle des biens non durables et des services aux États-Unis.

économétrique plus complexe permet de prendre en considération les réactions dynamiques de toutes les variables considérées. Les résultats obtenus pour les États-Unis indiquent que la richesse (par le truchement des variations du prix des actifs financiers), plutôt que la consommation, est à l'origine de l'essentiel des ajustements requis pour rétablir, après un choc, la relation de long terme entre la consommation, la richesse et le revenu du travail<sup>6</sup>.

La méthode adoptée doit aussi permettre de distinguer les chocs permanents et les chocs transitoires. Si les ménages préfèrent lisser leurs dépenses de consommation tout au long de leur vie, on s'attendrait à ce que celles-ci soient nettement moins sensibles aux chocs transitoires qu'aux chocs permanents. Pour cerner la réaction des ménages aux deux types de chocs, nous avons recours à un modèle vectoriel à correction d'erreurs où les chocs transitoires et permanents sont identifiés au moyen des contraintes implicites de long terme proposées par King et coll. (1991) ainsi que par Gonzalo et Granger (1995)<sup>7</sup>. À l'instar de Lettau et Ludvigson (2001), nous observons une seule relation de long terme (également appelée relation de cointégration) entre la consommation, le revenu disponible, la richesse humaine, la richesse boursière, la richesse immobilière et la richesse non humaine (actions et immobilier exclus)<sup>8</sup>. La formule qui sert à calculer la propension marginale à consommer à l'égard d'une variation moyenne de chacune des catégories de richesse est la suivante :

$$PmC_i = \pi_i \cdot \Phi_i^T + (1 - \pi_i) \cdot \Phi_i^P,$$

où  $i$  désigne une composante de la richesse (actions, immobilier, etc.);  $\pi_i$ , le pourcentage de la variation de la richesse qui est transitoire;  $1 - \pi_i$ , le pourcentage de cette variation qui est permanent;  $\Phi_i^T$ , la propension marginale à consommer correspondant à une variation transitoire de la richesse; et  $\Phi_i^P$ , la propension marginale à consommer correspondant à une variation permanente de la richesse.

Le pourcentage de la variation de la richesse qui est transitoire est le premier élément d'information nécessaire pour calculer la propension marginale à consommer à l'égard d'une variation moyenne de chacune des mesures de la richesse. Il ressort de notre

analyse que, peu importe l'horizon, les chocs permanents sont responsables de l'essentiel des fluctuations de la consommation, du revenu disponible, de la richesse immobilière et de la richesse non humaine (actions et immobilier exclus). À l'instar des chercheurs qui nous ont précédée, nous constatons que les variations de la richesse humaine et de la richesse boursière ont une composante transitoire bien plus importante<sup>9</sup>.

---

*Les résultats obtenus indiquent que la consommation ne réagit pas de façon significative à un accroissement permanent de la richesse boursière, tandis qu'une hausse permanente de la richesse immobilière entraîne une augmentation appréciable de la consommation.*

---

Le deuxième élément d'information nécessaire est la propension marginale à consommer correspondant aux variations permanentes et transitoires de chacune des mesures de la richesse. Les résultats obtenus indiquent que la consommation ne réagit pas de façon significative à un accroissement permanent de la richesse boursière, tandis qu'une hausse permanente de la richesse immobilière entraîne une augmentation appréciable de la consommation. Qui plus est, la réaction de la consommation aux fluctuations temporaires de la richesse boursière et de la richesse immobilière n'est pas statistiquement significative.

En moyenne, la propension marginale à consommer la richesse boursière est faible et statistiquement non significative (moins de 0,5 cent par dollar). Ce résultat n'est pas étonnant puisqu'une assez faible proportion des ménages détient directement des actions, ainsi qu'il a déjà été mentionné.

Comme la propension marginale à consommer la richesse immobilière est importante (5,7 cents par dollar), le comportement de cette dernière doit être pris en compte dans toute étude portant sur l'évolution future de la consommation. Encore une fois, la relation

6. Notre analyse confirme ce résultat dans le contexte canadien.

7. Les résultats sont exposés en détail dans une note technique en page 40.

8. Toutes ces variables sont exprimées en logarithmes.

9. Vingt-deux pour cent des variations de ces deux variables sont transitoires.

plus étroite qui existe entre la consommation et la richesse immobilière s'explique par le fait que celle-ci est mieux répartie parmi les ménages que la richesse boursière de même que par la plus forte probabilité que la variation moyenne de la richesse immobilière soit permanente<sup>10</sup>.

## Conclusion

Lorsqu'on examine la relation empirique entre la consommation et les diverses composantes de la richesse (en particulier l'immobilier et les actions), on constate que l'effet de la richesse boursière sur la consommation est significativement différent de celui de la richesse immobilière. Ce résultat concorde avec ceux qui sont décrits dans les études menées sur les États-Unis, dont celles de Case, Quigley et Shiller (2001) et de Desnoyers (2001). À l'aide de données canadiennes, nous avons obtenu une propension marginale à consommer la richesse immobilière de 5,7 cents par dollar, ce qui est nettement supérieur à la propension marginale à consommer la richesse boursière, très faible et statistiquement non significative.

Ces résultats s'expliquent de deux façons : i) la richesse boursière est davantage concentrée entre les mains d'un nombre relativement restreint de ménages fortunés; ii) les fluctuations du cours des actions ont tendance à s'inverser plus fréquemment que celles du prix des maisons. D'autres facteurs tels qu'un recours accru au refinancement hypothécaire et aux garanties

---

10. Comme il a été signalé plus haut, ce résultat pourrait être légèrement surévalué, la consommation des services incluant un loyer imputé lié directement à l'évolution des prix de l'immobilier.

immobilières sont susceptibles d'accentuer l'effet de la richesse immobilière<sup>11</sup>.

---

*Si les variations de la richesse, particulièrement celles de la richesse immobilière, ont une incidence directe sur la consommation, elles se répercuteront aussi sur la demande globale et l'inflation.*

---

Ces résultats tirent à conséquence du point de vue de la politique monétaire. Si les variations de la richesse, particulièrement celles de la richesse immobilière, ont une incidence directe sur la consommation, elles se répercuteront aussi sur la demande globale et l'inflation. Bien sûr, les effets de richesse ne constituent pas le seul mécanisme par lequel les fluctuations des prix des actifs influent sur la demande globale. Parmi les autres canaux, signalons le lien direct de causalité possible entre les cours boursiers et les investissements des entreprises et l'effet du coût du capital. Ces derniers doivent aussi être pris en considération dans toute analyse de l'incidence totale du comportement des prix des actifs sur la demande globale.

---

11. Une récente étude de la Banque Canadienne Impériale de Commerce indique que, depuis 2001, les Canadiens ont obtenu 22 milliards de dollars supplémentaires en refinançant leur prêt hypothécaire et en offrant leur maison en garantie.

---

## Ouvrages et articles cités

Ando, A., et F. Modigliani (1963). « The Life Cycle Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests », *American Economic Review*, vol. 53, n° 1, p. 55-84.

Banque Canadienne Impériale de Commerce (2003). « Banking on the House », *Marchés mondiaux CIBC, Économie et stratégie*.

Case, K., J. Quigley et R. Shiller (2001). « Comparing Wealth Effects: The Stock Market Versus the Housing Market », document de travail n° 8606, National Bureau of Economic Research.

Desnoyers, Y. (2001). « L'effet de la richesse sur la consommation aux États-Unis », document de travail n° 2001-14, Banque du Canada.

Freedman, C. (1998). *The Canadian Banking System*, Rapport technique n° 81, Ottawa, Banque du Canada.

Friedman, M. (1957). *A Theory of the Consumption Function*, Princeton, Princeton University Press.

Gonzalo, J., et C. Granger (1995). « Estimation of Common Long-Memory Components in Cointegrated Systems », *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 13, p. 24-35.

## Ouvrages et articles cités (suite)

- King, R., C. Plosser, J. Stock et M. Watson (1991). « Stochastic Trends and Economic Fluctuations », *American Economic Review*, vol. 81, n° 4, p. 819-840.
- Lettau, M., et S. Ludvigson (2001). « Understanding Trend and Cycle in Asset Values: Bulls, Bears, and the Wealth Effect on Consumption », Discussion Paper No. 3104, Centre for Economic Policy Research.
- Lettau, M., S. Ludvigson et N. Barczi (2001). « A Primer on the Economics and Time Series Econometrics of Wealth Effects: A Comment », Federal Reserve Bank of New York.
- Macklem, T. (1994). *Wealth, Disposable Income and Consumption: Some Evidence for Canada*, Rapport technique n° 71, Ottawa, Banque du Canada.
- Maki, D., et M. Palumbo (2001). « Disentangling the Wealth Effect: A Cohort Analysis of Household Saving in the 1990s », Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series No. 2001-21.
- Pichette, L. (2000). « Les effets réels du cours des actions sur la consommation », document de travail n° 2000-21, Banque du Canada.
- Pichette, L., et D. Tremblay (2003). « Are Wealth Effects Important for Canada? », document de travail n° 2003-30, Banque du Canada.
- Poterba, J., et A. Samwick (1995). « Stock Ownership Patterns, Stock Market Fluctuations, and Consumption », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 2.
- Statistique Canada (2003). *Enquête sur la sécurité financière de 1999 — Microdonnées à grande diffusion*, publication n° 13F0026MIF2003002 au catalogue, Statistique Canada, Ottawa.
- Statistique Canada (2004). *Comptes du bilan national*, publication n° 13-214XIF au catalogue, Statistique Canada, Ottawa.

## Annexe

### Note technique

Notre analyse est fondée sur un modèle vectoriel à correction d'erreurs dont la forme réduite se présente ainsi :

$$\Delta X_t = \mu_t + \sum_{j=1}^I A_j \Delta X_{t-1} + \alpha \beta' X_{t-1} + \varepsilon_t \quad (1)$$

où  $X_t$  est un vecteur de taille  $n \times 1$  de variables  $I(1)$  cointégrées, c'est-à-dire  $X = (c, y, rh, a, i, rnhaix)$ . Toutes ces variables sont exprimées en logarithmes.  $\alpha$  et  $\beta$  sont deux matrices  $n \times r$  de plein rang, et  $0 \leq r \leq n$  est le nombre de vecteurs de cointégration. Les chocs auxquels est soumis le modèle à forme réduite ont par hypothèse les propriétés suivantes :

$$E_t[\varepsilon_t \varepsilon_{t-j}] = 0 \quad \forall j \neq 0, \quad E_t[\varepsilon_t] = 0 \quad \text{et} \quad \text{Var}[\varepsilon_t] = \Sigma_\varepsilon.$$

La relation de long terme est

$$c_t = 2,21 + 0,36y_t + 0,15rh_t + 0,02a_t + 0,09i_t + 0,08 rnhaix_t^1. \quad (2)$$

$\beta' X_{t-1}$  est le terme de correction d'erreurs dans l'équation (1). S'il est différent de zéro, les variables s'écartent de l'équilibre de long terme. La matrice  $\alpha$  englobe les coefficients d'ajustement, qui nous indiquent quelles variables s'ajusteront pour rétablir l'équilibre. Le vecteur des paramètres estimés est  $\hat{\alpha} = (-0,047, 0,176, \mathbf{1,346}, \mathbf{2,236}, -0,606, 0,094)^2$ .

Comme King et coll. (1991) ainsi que Gonzalo et Granger (1995), nous identifions les composantes permanentes et transitoires des chocs. La décomposition de la variance des erreurs de prévision,

c'est-à-dire la fraction de la variance totale de chaque variable attribuable aux chocs permanents ( $\sigma_P^2$ ) et transitoires ( $\sigma_T^2$ ), est présentée au Tableau 1.

Tableau 1

#### Décomposition de la variance des erreurs de prévision

	$\sigma_T^2$	$\sigma_P^2$
$\Delta c_t$	0,09 (0,03, 0,19)*	0,91 (0,81, 0,97)
$\Delta y_t$	0,10 (0,03, 0,24)	0,90 (0,76, 0,97)
$\Delta rh_t$	0,22 (0,07, 0,43)	0,77 (0,56, 0,93)
$\Delta rnhaix_t$	0,09 (0,03, 0,18)	0,91 (0,82, 0,97)
$\Delta a_t$	0,22 (0,09, 0,38)	0,78 (0,62, 0,91)
$\Delta i_t$	0,10 (0,03, 0,23)	0,90 (0,77, 0,97)

\* Les intervalles de confiance à 90 % figurent entre parenthèses.

Comme la part de chaque choc dans la variance de la variable est indiquée sous la forme de variations mises au carré, le pourcentage des fluctuations de la richesse qui est transitoire est donné par

$$\pi_i = \frac{\sqrt{\sigma_{Ti}^2}}{\sqrt{\sigma_{Ti}^2} + \sqrt{\sigma_{Pi}^2}}.$$

1. Tous les coefficients sont significatifs au seuil de 5 %.

2. Les chiffres en gras dénotent un coefficient significatif au seuil de 5 %.

# Discours

---

## Introduction

S'adressant le 11 février dernier à la Chambre de commerce du Montréal métropolitain, le gouverneur, M. David Dodge, a parlé des tendances à long terme de l'économie canadienne et des défis auxquels elle sera confrontée dans les prochaines années. Le gouverneur a assuré aux gens d'affaires canadiens qu'ils pouvaient compter sur la Banque du Canada pour poursuivre la politique monétaire appropriée qui contribuera à soutenir la demande globale et qui facilitera les ajustements à un monde en mutation. L'allocution du gouverneur est reproduite dans la présente publication.

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

- |                   |  |
|-------------------|--|
| 22 avril 2004     | Allocution prononcée à la Conference on Financial Services and Public Policy, École Schulich des hautes études commerciales de l'Université York   |
| 21 avril 2004     | Déclaration préliminaire devant le Comité permanent des finances de la Chambre des communes  |
| 20 avril 2004     | Déclaration préliminaire devant le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce  |
| 19 avril 2004     | Allocution prononcée devant le Council of the Americas, New York, États-Unis   |
| 15 avril 2004     | Déclaration préliminaire à la conférence de presse suivant la publication du <i>Rapport sur la politique monétaire</i>   |
| 16 mars 2004      | Allocution prononcée à une réunion organisée par le Centro para la Estabilidad Financiera et l'Ambassade du Canada, Buenos Aires, Argentine  |
| 10 mars 2004      | Allocution prononcée devant la Chambre de commerce Brésil-Canada, São Paulo, Brésil  |
| 17 février 2004   | Allocution prononcée par David Dodge devant le Conseil mexicain de coordination commerciale, Mexico, Mexique   |
| 22 janvier 2004   | Déclaration préliminaire faite à l'occasion de la parution de la <i>Mise à jour du Rapport sur la politique monétaire</i>  |
| 17 novembre 2003  | Allocution prononcée au Séminaire annuel des visionnaires du Bureau des partenariats et des compétences de pointe, Ottawa, Ontario   |
| 3 novembre 2003   | Allocution prononcée au dîner-hommage David Dodge organisé par la Fondation canadienne d'éducation économique, Toronto, Ontario  |
| 23 octobre 2003   | Déclaration préliminaire faite devant le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce  |
| 22 octobre 2003   | Déclaration préliminaire faite devant le Comité permanent des finances de la Chambre des communes après la publication du <i>Rapport sur la politique monétaire</i><br>Déclaration préliminaire faite à l'occasion de la parution du <i>Rapport sur la politique monétaire</i> |
| 10 septembre 2003 | Allocution prononcée devant la Chambre de commerce de Vancouver, Vancouver, Colombie-Britannique   |
| 5 septembre 2003  | Allocution prononcée à la Table ronde de Spruce Meadows, Spruce Meadows, Alberta   |



# S'adapter à une économie en mutation

---

*Allocution prononcée par David Dodge  
gouverneur de la Banque du Canada  
devant la Chambre de commerce du Montréal  
métropolitain  
Montréal, Québec  
le 11 février 2004*

**M**esdames et Messieurs, bonjour. C'est un plaisir d'être avec vous à Montréal aujourd'hui.

Les gens d'affaires, mais aussi tous les Canadiens, traversent actuellement une période d'incertitude. Nous sortons d'une année éprouvante, qui a comporté son lot de défis pour chacun d'entre nous. Dans des moments comme ceux-ci, on a tendance à se concentrer sur les problèmes à court terme. Mais en faisant cela, on risque de perdre de vue l'ensemble du tableau. La Banque du Canada a beaucoup traité des perspectives économiques à court terme dans la *Mise à jour du Rapport sur la politique monétaire* qu'elle a publiée il y a quelques semaines. Je vais donc parler aujourd'hui des tendances à long terme de l'économie canadienne.

Pour situer mes propos, je commencerai par faire un bref retour sur certains des événements économiques qui ont marqué les dernières décennies, et j'expliquerai les façons dont nous avons alors abordé la question des ajustements à opérer. Puis, je passerai en revue les mesures requises à l'heure actuelle et dans les prochaines années. J'espère, de cette façon, mettre en lumière les leçons tirées du passé. Ma présentation s'articule autour des politiques économiques structurelles, des politiques macroéconomiques et du rôle du taux de change dans le processus d'ajustement.

## **Politiques d'ajustement appliquées au fil des ans**

Remontons aux années 1970. Au moins deux facteurs à l'œuvre à ce moment-là ont provoqué la nécessité de transformations économiques. Le premier était une chute notable du taux de croissance de la productivité. Le Canada, comme les États-Unis, s'était habitué durant les années 1950 et 1960 à ce que la productivité augmente à un rythme rapide. Et cette augmentation s'accompagnait d'une hausse continue des revenus réels. Mais la croissance tendancielle de la productivité a brusquement ralenti au début des années 1970.

À l'époque, les décideurs publics, les entreprises et les travailleurs ont supposé qu'il s'agissait d'un ralentissement cyclique. Ce n'était pas le cas. Encore aujourd'hui, les économistes ne peuvent expliquer entièrement ce qui s'est passé. Mais nous comprenons mieux maintenant à quel point les gains de productivité durant les années 1950 et 1960 étaient liés aux progrès des technologies d'application générale implantées dans l'ensemble de l'économie. Les entreprises ont su profiter des diverses innovations techniques dans toutes sortes de domaines, ce qui leur a permis d'accroître leur productivité de façon considérable.

Lorsque la croissance de la productivité s'est ralentie dans les années 1970, bien des gens ont supposé que la situation serait temporaire et que la vive progression qu'on avait connue reprendrait d'elle-même. Ils avaient tort. En l'absence de solides gains de productivité, l'économie n'a pu générer les hausses de revenus réels auxquelles chacun en était venu à s'attendre. Cette situation a été envenimée par le deuxième grand événement qui a marqué les années 1970, à savoir la crise de l'énergie. Au Canada, malheureusement, nous n'avons pas saisi au départ toutes les implications de cette crise. Nous avons été lents à comprendre que la

montée des cours du pétrole entraînerait aussi une réduction de la capacité de production de l'économie. Les autorités canadiennes ont essayé d'atténuer les effets du renchérissement de l'énergie et du ralentissement de la croissance de la productivité en augmentant les transferts et les subventions, et en assouplissant les politiques budgétaire et monétaire. Par exemple, la Banque du Canada a accru les liquidités en grossissant la masse monétaire trop vite compte tenu de la progression plus faible de la capacité de production de l'économie. Sous l'effet de ces politiques structurelles et macroéconomiques, l'inflation s'est accélérée et les déficits budgétaires se sont creusés, ce qui a freiné le processus d'ajustement structurel à la fin des années 1970 et au début des années 1980. Le tout a été aggravé par des erreurs de perception généralisées quant au ralentissement de la productivité. Les entreprises, les ménages et les gouvernements s'attendaient tous à une reprise de l'expansion économique et à une poursuite, au même rythme qu'avant, de la hausse des revenus réels. Toutefois, en l'absence d'une forte avance de la productivité, l'économie n'était plus en mesure de satisfaire ces demandes.

---

*Des ajustements structurels sont essentiels et inévitables et les politiques macroéconomiques ont un rôle à jouer pour que ces ajustements s'opèrent rapidement et donnent lieu à moins de perturbations.*

---

Mais nous avons tiré une leçon du pénible épisode de 1975 à 1985. Nous avons appris que des ajustements structurels sont essentiels et inévitables, et aussi que les politiques macroéconomiques ont un rôle à jouer pour que ces ajustements s'opèrent rapidement et donnent lieu à moins de perturbations. Le Canada a eu l'occasion de mettre cette leçon en pratique durant les années 1990. Voici comment.

D'abord, rappelons-nous l'état dans lequel se trouvait notre économie à l'aube des années 1990. Même si l'inflation avait beaucoup diminué par rapport à dix ans auparavant, elle était encore relativement élevée

selon nos normes actuelles. La situation budgétaire du pays était peu reluisante et se détériorait. Le déficit du secteur public canadien allait toucher un sommet d'environ 8 % du PIB, et les niveaux d'endettement continuaient de grimper. De toute évidence, la situation n'était plus viable. Il fallait de toute urgence entreprendre des changements.

Le premier changement important date de 1991, lorsque la Banque et le gouvernement fédéral ont convenu d'adopter une série de cibles explicites de réduction de l'inflation. L'entente initiale prévoyait que la cible d'inflation — exprimée en taux d'augmentation annuel de l'indice des prix à la consommation — descendrait graduellement à 2 %, le point médian d'une fourchette de 1 à 3 %. L'entente a été reconduite trois fois depuis et s'étend maintenant jusqu'à la fin de 2006. Chaque fois, le milieu de la fourchette visée a été maintenu à 2 %.

Ce cadre a très bien fonctionné. De la fin de 1994 à aujourd'hui, l'inflation s'est située en moyenne à presque exactement 2 %. Et en plus d'avoir baissé, elle est devenue plus stable. En effet, l'inflation fondamentale, que nous mesurons à l'aide d'un indice de référence, est demeurée à l'intérieur de la fourchette visée presque continuellement au cours des dix dernières années. Plus important encore, nous avons constaté, après quelques années d'application du nouveau cadre, que les attentes d'inflation des Canadiens se sont alignées sur la cible de 2 %, et elles sont demeurées proches de cette cible au cours des dernières années.

Une autre correction majeure s'est amorcée vers le milieu de la dernière décennie. À ce moment-là, le Canada était aux prises avec un déficit budgétaire intenable. Les dépenses de l'État devaient être remises sur une trajectoire viable à long terme, et le ratio de la dette publique au PIB devait adopter une courbe descendante.

Au milieu des années 1990, les administrations publiques — fédérale et provinciales — avaient entrepris la tâche douloureuse mais nécessaire d'équilibrer leurs finances et d'alléger le fardeau de leur dette. Cet effort d'assainissement a contribué à accroître la crédibilité des politiques économiques du Canada et a fait baisser la prime de risque exigée par les investisseurs sur les obligations du gouvernement canadien. Le repli des taux d'intérêt a réduit les coûts du service de la dette et stimulé la croissance économique, ce qui a accru les revenus de l'État. Le ratio Dette/PIB du

gouvernement fédéral, qui avait culminé à près de 70 %, est tombé à environ 44 %. Le rapport entre l'ensemble du passif des administrations publiques et le PIB est passé d'un sommet de 100 % à quelque 80 % selon l'OCDE.

L'autre grand changement survenu dans les années 1990 a été la restructuration dans les secteurs public et privé. Dans un cas comme dans l'autre, les ajustements effectués ont été extrêmement utiles, car ils ont rendu l'économie canadienne plus flexible.

---

*Aucun de ces ajustements n'a été facile, mais grâce à eux l'économie canadienne est plus flexible et en meilleure position pour surmonter les chocs et, partant, pour progresser à un rythme soutenu.*

---

En ce qui concerne le secteur public, les administrations sont parvenues à atténuer les distorsions au sein de l'économie en éliminant de nombreuses subventions aux entreprises, en réduisant les impôts et en faisant en sorte que le Régime de pensions du Canada et le Régime des rentes du Québec reposent sur une base viable. De plus, le gouvernement fédéral a modifié son régime d'assurance-chômage afin de mieux respecter les principes de l'assurance et d'améliorer l'employabilité de la main-d'œuvre. Du côté du secteur privé, les entreprises et leurs employés ont dû subir la restructuration découlant des accords de libre-échange, qui ouvraient davantage les portes de notre pays à la concurrence internationale. Aucun de ces ajustements n'a été facile, mais grâce à eux l'économie canadienne est plus flexible et en meilleure position pour surmonter les chocs et, partant, pour progresser à un rythme soutenu.

Notre régime de changes flottants a facilité les ajustements sur ces divers fronts en transmettant aux entreprises des signaux sur les types de changements requis. Les firmes qui produisaient des biens et des services exportés, et qui ont pu tirer avantage des accords de libre-échange et de la force de la demande étrangère, ont vu leur rentabilité s'améliorer. Et comme la dépréciation du dollar canadien faisait monter le coût des machines et du matériel par rapport à celui

de la main-d'œuvre, les entreprises des secteurs en expansion ont été incitées à absorber une partie de la main-d'œuvre dont les secteurs en décroissance n'avaient plus besoin. L'utilité du taux de change flottant s'est aussi fait sentir sur le plan macroéconomique. La dépréciation de notre dollar vers la fin des années 1990 a stimulé la demande étrangère au moment où celle du secteur public canadien était contenue.

Vous avez là trois facteurs qui se sont combinés durant les années 1990 pour jeter les bases d'une économie plus vigoureuse dans l'avenir : un cadre sain de conduite des politiques macroéconomiques, des ajustements structurels appropriés et un taux de change flottant. Ils ont tous fait leur part pour aider l'économie à s'adapter aux conditions changeantes de la dernière décennie.

## **Les ajustements économiques à venir**

Voici qui met fin à mon bref retour en arrière. J'aimerais maintenant parler de quelques-unes des forces à long terme qu'on peut s'attendre à voir à l'œuvre au sein de l'économie dans les années à venir et des ajustements économiques qu'il faudra probablement apporter.

D'abord et avant tout, je veux signaler que nous aurons à nouveau la possibilité, dans les prochaines années, d'enregistrer des gains de productivité marqués. Cette fois, les technologies d'application générale qui pourront donner lieu à une augmentation soutenue de la productivité et des revenus viennent des secteurs de l'information et des communications. Bien sûr, la simple existence de technologies de pointe ne peut à elle seule être garante d'une productivité accrue. L'investissement, la formation, les changements organisationnels et la souplesse doivent aussi être de la partie. Les Canadiens ont commencé à investir dans les technologies d'amélioration de la productivité à la fin des années 1990. Après une pause au début des années 2000, ces investissements semblent avoir repris.

Ces efforts d'amélioration de la productivité sont très importants, surtout lorsqu'on les examine sous l'angle des défis considérables auxquels nous devons faire face en matière démographique au cours des prochaines années. Ce qui m'amène au deuxième point que je veux soulever : le vieillissement de notre main-d'œuvre. Selon les projections actuelles, la proportion de la population en âge de travailler, soit les personnes entre 15 et 64 ans, commencera à chuter dans 15 ans

environ. Nous devons tenir compte de ces modifications de la population et nous employer à abolir ce qui empêcherait les travailleurs plus âgés de demeurer sur le marché du travail s'ils le souhaitent.

Ma troisième observation est que certains facteurs importants qui agissent sur l'économie mondiale méritent notre attention. Ainsi, les graves déséquilibres des balances courantes et des balances des capitaux des divers pays, que l'on observe actuellement, doivent être corrigés. Par ailleurs, les pays à marché émergent, ceux d'Asie notamment, deviennent des acteurs de plus en plus puissants sur la scène économique internationale. Ces facteurs auront une incidence sur l'économie canadienne dans les années qui viennent.

Dans ce contexte, quel genre d'ajustements économiques devons-nous entreprendre dans les prochaines années? Permettez-moi de vous faire part de mon opinion à ce sujet.

Premièrement, les structures économiques du Canada doivent continuer de s'adapter aux conditions changeantes. Il faudra se consacrer davantage aux activités les plus productives. Cependant, pour qu'il y ait une reprise vigoureuse de la croissance de la productivité, les gouvernements doivent faire en sorte que leurs politiques microéconomiques encouragent la flexibilité et qu'elles n'entravent pas l'innovation, aussi bien dans le secteur public que dans le secteur privé. Les travailleurs devront avoir la formation et les compétences requises pour tirer avantage des nouvelles technologies. Enfin, les entreprises devront faire en sorte que leur organisation et leurs pratiques leur permettent d'exploiter au maximum les possibilités offertes par les nouvelles technologies.

Deuxièmement, le Canada doit garder ses finances en bon ordre. Le ratio de la dette publique au PIB devra baisser encore afin que nous puissions dégager davantage de ressources pour soutenir notre population vieillissante. Cela signifie que tous les niveaux de gouvernement devront maintenir un budget relativement équilibré, voire réaliser des surplus.

Cela dit, qu'en sera-t-il de la politique monétaire? Dans la livraison du mois dernier de la *Mise à jour du Rapport sur la politique monétaire*, nous avons mentionné que le rôle de la politique monétaire est de faciliter les ajustements en contribuant à soutenir la demande globale.

Qu'entendons-nous par là? Comme toujours, cela signifie que nous tenterons de ramener l'inflation à la cible de 2 % en nous efforçant de faire tourner l'économie aussi près que possible des limites de sa

capacité. C'est le but que nous poursuivons en permanence. Mais nous devons aussi surveiller les facteurs qui donneront lieu à des ajustements économiques au cours des prochaines années. Dans un contexte d'appréciation du dollar canadien, nous savons que l'économie devra moins s'appuyer sur la demande étrangère et s'en remettre davantage à la demande intérieure afin d'afficher une croissance vigoureuse et continue. Nous tiendrons compte de cet aspect dans la formulation de la politique monétaire.

J'aimerais maintenant passer au dernier point, c'est-à-dire le taux de change. Le régime de changes flottants en vigueur demeurera un élément clé de notre cadre de conduite de la politique monétaire, puisqu'il facilite les ajustements qui s'imposent en transmettant dans les prix des signaux importants. Les entreprises canadiennes doivent continuer à se laisser guider par l'évolution des prix, notamment des taux de change. De la même façon qu'elles ont réagi à l'affaiblissement du dollar canadien dans les années 1990, elles doivent maintenant s'ajuster à la hausse du dollar par rapport à la devise américaine, ainsi qu'aux variations du taux de change par rapport aux autres monnaies.

Le raffermissement du dollar canadien cadre bien avec les transformations qui devront être opérées au sein de notre économie, même si la vitesse à laquelle il s'est produit récemment a rendu les ajustements plus difficiles. Parce qu'il fait baisser le coût des machines et du matériel par rapport à celui de la main-d'œuvre, un dollar plus fort est compatible tant avec la nécessité d'améliorer la productivité qu'avec les pressions démographiques qui s'exerceront dans l'avenir sur notre population active. L'appréciation de notre monnaie va aussi de pair avec la hausse du prix des produits de base comparativement à celui des biens manufacturés et des services. Elle fait également augmenter le prix des biens confinés au marché intérieur par comparaison à celui des biens faisant l'objet de commerce international. Cela devrait encourager le déplacement de la main-d'œuvre et des capitaux vers les secteurs qui alimentent la demande intérieure.

Nous voyons déjà des signes que les entreprises canadiennes procèdent véritablement à des ajustements en réaction au raffermissement du dollar. Chaque trimestre, la Banque du Canada les sonde pour faire le point sur leurs activités, et, d'après les récentes enquêtes, les sociétés canadiennes sont plutôt optimistes face à l'avenir. De toute évidence, l'appréciation du dollar canadien a touché les différentes entreprises de différentes façons. En particulier,

certains fabricants qui n'ont pas été avantagés par la hausse des cours des produits de base ont eu du mal à s'adapter. Mais la plupart des entreprises ont adopté des mesures qui leur permettent, entre autres, d'accroître leur productivité, de réduire leurs coûts, de modifier leurs sources d'approvisionnement et de se protéger contre le risque de change. Les entreprises que le raffermissement du dollar a favorisées ont également procédé à des ajustements. Certaines ont diminué leurs prix, d'autres, renforcé leur situation financière et d'autres encore, accru leur productivité. L'information tirée de notre dernière enquête est versée dans notre site Web. Nos enquêtes, ainsi que celles qui ont été menées par Exportation et développement Canada et le Conference Board du Canada, semblent indiquer que les investissements des entreprises augmenteront.

---

*Je sais bien que certaines de ces transformations ne vont pas sans mal. Pour bon nombre d'employés et d'entreprises, le processus peut s'avérer difficile.*

---

Je sais bien que certaines de ces transformations ne vont pas sans mal. Pour bon nombre d'employés et d'entreprises, le processus peut s'avérer difficile. Cependant, dans le monde actuel, les entreprises n'ont pas d'autre choix. Heureusement, grâce à la solidité du cadre de conduite des politiques économiques, le

contexte actuel se prête relativement bien à la mise en place des changements requis. En ce moment, de nombreux facteurs sont propices aux investissements : l'inflation demeure à un niveau bas, stable et prévisible et les conditions du crédit sont favorables. La confiance et la situation financière des entreprises sont solides, et les marchés boursiers affichent une bonne tenue.

## Conclusion

J'aimerais terminer par quelques observations au sujet des leçons à tirer de l'expérience passée. Les points principaux qui s'en dégagent sont clairs. Les économies doivent avoir suffisamment de flexibilité pour s'adapter aux conditions changeantes. Autrement dit, elles doivent adopter des politiques structurelles saines ainsi que des politiques macroéconomiques appropriées, qui, combinées à un régime de changes flottants, permettront aux ajustements de s'effectuer de façon plus harmonieuse.

Nous tous, gens d'affaires ou responsables des politiques économiques, devons reconnaître rapidement la nécessité d'apporter des correctifs quand il le faut. Il est périlleux de rester passif devant les réalités économiques. Quand les ajustements s'effectuent trop lentement, l'économie en souffre. Et l'effet négatif de politiques inadéquates peut se faire sentir pendant plusieurs années avant d'être corrigé. En revanche, quand les ajustements adéquats sont opérés rapidement, l'ensemble de l'économie en bénéficie.

À vous, gens d'affaires, qui devrez vous adapter aux défis économiques de l'avenir, je puis assurer que vous pouvez compter sur la Banque du Canada pour poursuivre la politique monétaire appropriée afin de vous aider dans votre tâche.



# Publications de la Banque du Canada

---

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

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

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

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

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

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

**Discours et déclarations du gouverneur\***

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

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

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

**Les conférences Thiessen\***

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

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

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

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

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

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

**La Banque en bref** (publié en mars 2004)\*

## Actes de colloques

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

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

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

Les taux de change et la politique monétaire, octobre 1996

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

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

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

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

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

Structure et dynamique des marchés financiers, novembre 2001\*

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

## Rapports techniques et documents de travail

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

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

## Rapports techniques\*

### 2000

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

### 2001

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

### 2002

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

### 2003

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

## Documents de travail\*

### 2003

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

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

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

## Documents de travail (suite)\*

2003

- 33 Do Peer Group Members Outperform Individual Borrowers? A Test of Peer Group Lending Using Canadian Mico-Credit Data  
(R. Gomez et E. Santor)
- 34 Governance and Financial Fragility: Evidence from a Cross-Section of Countries  
(M. Francis)
- 35 Real Exchange Rate Persistence in Dynamic General-Equilibrium Sticky-Price Models: An Analytical Characterization  
(H. Bouakez)
- 36 Excess Collateral in the LVTS: How Much Is Too Much?  
(K. McPhail et A. Vakos)
- 37 Financial Constraints and Investment: Assessing the Impact of a World Bank Loan Program on Small and Medium-Sized Enterprises in Sri Lanka  
(V. Aivazian, D. Mazumdar et E. Santor)
- 38 Simple Monetary Policy Rules in an Open-Economy, Limited-Participation Model  
(S. Hendry, W.-M. Ho et K. Moran)
- 39 Alternative Targeting Regimes, Transmission Lags, and the Exchange Rate Channel  
(J.-P. Lam)
- 40 Poignée de main invisible et persistance des cycles économiques : une revue de la littérature  
(C. Calmès)
- 41 Anatomy of a Twin Crisis  
(R. H. Solomon)
- 42 A Structural VAR Approach to the Intertemporal Model of the Current Account  
(T. Kano)
- 43 Why Does Private Consumption Rise After a Government Spending Shock?  
(H. Bouakez et N. Rebei)
- 44 Common Trends and Common Cycles in Canadian Sectoral Output  
(F. Barillas et C. Schleicher)
- 7 The Demand for Money in a Stochastic Environment  
(J. Atta-Mensah)
- 8 The Economic Theory of Retail Pricing: A Survey  
(O. Secrieru)
- 9 Estimating Policy-Neutral Interest Rates for Canada Using a Dynamic Stochastic General-Equilibrium Framework  
(J.-P. Lam et G. Tkacz)
- 10 Public Venture Capital and Entrepreneurship  
(O. Secrieru et M. Vigneault)
- 11 Estimating New Keynesian Phillips Curves Using Exact Methods  
(L. Khalaf et M. Kichian)
- 12 Durées d'utilisation des facteurs et fonction de production : une estimation par la méthode des moments généralisés en système  
(E. Heyer, F. Pelgrin et Arnaud Sylvain)
- 13 Contraintes de liquidité et capital humain dans une petite économie ouverte  
(F. Pelgrin)
- 14 National Saving-Investment Dynamics and International Capital Mobility  
(F. Pelgrin et S. Schich)

2004

- 1 The Effect of Adjustment Costs and Organizational Change on Productivity in Canada: Evidence from Aggregate Data  
(D. Leung)
- 2 Exact Tests of Equal Forecast Accuracy with an Application to the Term Structure of Interest Rates  
(R. Luger)
3. Modélisation « PAC » du secteur extérieur de l'économie américaine  
(M.-A. Gosselin et R. Lalonde)
- 4 A Structural Small Open-Economy Model for Canada  
(S. Murchison, A. Rennison et Z. Zhu)
- 5 Structural Change and Forecasting Long-Run Energy Prices  
(J.-T. Bernard, L. Khalaf et M. Kichian)
- 6 Bank Capital, Agency Costs, and Monetary Policy  
(C. Meh et K. Moran)

---

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



# Tableaux synoptiques

---



Données mensuelles	Cible de maîtrise de l'inflation (taux sur 12 mois)			Instrument de politique monétaire		Conditions monétaires				Agrégrats monétaires (taux de croissance sur 12 mois)			Indicateurs de l'inflation						
	Fourchette cible	IPC	Indice de référence*	Fourchette opérationnelle pour le taux du financement à un jour (fin du mois)		Taux du financement à un jour	Indice des conditions monétaires (janvier 1987 = 0)	Taux du papier commercial à 90 jours	Indice C-6 des taux de change pondérés en fonction des échanges commerciaux (1992 = 100)	M1 brut	M1++	M2++	Écart de rendement entre les obligations classiques et à rendement réel	IPC global hors alimentation, énergie et effet des modifications des impôts indirects	IPCP	Coûts unitaires de main-d'œuvre	IPPI (produits finis)	Gains horaires moyens des travailleurs permanents	
				Bas	Haut														
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	
2000	A	1-3	2.1	1.1	5.00	5.50	5.26	-5.37	5.62	83.23	14.7	9.6	7.3	2.28	1.2	1.3	5.2	2.2	3.7
	M	1-3	2.4	1.1	5.50	6.00	5.75	-5.48	5.98	82.08	13.6	8.3	6.6	1.82	1.3	1.4	1.4	3.2	3.2
	J	1-3	2.9	1.3	5.50	6.00	5.75	-5.32	5.89	82.70	15.5	9.3	7.2	1.84	1.4	1.6	2.7	3.2	2.9
	J	1-3	3.0	1.2	5.50	6.00	5.73	-4.88	5.88	83.83	16.6	9.2	7.6	1.90	1.5	1.7	2.5	2.5	3.0
	A	1-3	2.5	1.2	5.50	6.00	5.75	-5.05	5.90	83.34	15.9	8.5	7.0	1.84	1.5	1.6	3.3	2.3	3.4
	S	1-3	2.7	1.0	5.50	6.00	5.74	-5.45	5.83	82.53	17.4	9.2	6.9	2.07	1.3	1.5	4.6	2.4	4.0
	O	1-3	2.8	1.3	5.50	6.00	5.75	-5.70	5.85	81.87	17.5	9.6	7.5	2.09	1.5	1.6	3.4	3.5	3.7
	N	1-3	3.2	1.5	5.50	6.00	5.75	-6.22	5.89	80.49	15.8	9.5	7.5	2.00	1.8	1.8	4.3	4.8	3.3
	D	1-3	3.2	1.8	5.50	6.00	5.80	-5.92	5.71	81.66	15.6	10.1	7.9	2.14	1.9	2.0	3.9	3.0	3.2
2001	J	1-3	3.0	1.8	5.25	5.75	5.49	-6.06	5.29	82.36	14.4	9.1	7.7	2.36	2.0	2.0	4.1	3.7	3.0
	F	1-3	2.9	1.7	5.25	5.75	5.49	-6.94	5.05	80.78	14.3	8.6	7.7	2.27	2.0	1.9	3.8	3.8	3.5
	M	1-3	2.5	1.8	4.75	5.25	4.99	-7.93	4.66	79.35	13.5	7.7	7.5	2.34	1.7	1.9	4.1	3.8	3.7
	A	1-3	3.6	2.3	4.50	5.00	4.74	-7.71	4.49	80.28	11.3	7.2	7.3	2.36	1.9	2.4	-	4.3	3.5
	M	1-3	3.9	2.3	4.25	4.75	4.67	-7.60	4.49	80.54	11.7	8.9	7.8	2.45	2.0	2.5	3.1	3.8	4.0
	J	1-3	3.3	2.3	4.25	4.75	4.49	-7.03	4.38	82.21	10.0	8.0	7.2	2.36	1.9	2.4	2.9	2.8	3.8
	J	1-3	2.6	2.4	4.00	4.50	4.24	-7.70	4.22	80.97	9.5	8.3	7.0	2.28	2.1	2.4	3.3	2.6	3.3
	A	1-3	2.8	2.3	3.75	4.25	4.17	-8.28	3.96	80.18	9.1	8.7	7.0	1.99	2.1	2.3	2.5	2.5	2.5
	S	1-3	2.6	2.3	3.25	3.75	3.49	-9.69	3.19	78.65	11.7	10.7	7.6	2.18	2.0	2.3	1.8	3.5	2.3
	O	1-3	1.9	2.2	2.50	3.00	2.74	-10.59	2.45	78.28	12.0	10.8	7.8	1.71	1.8	2.1	2.5	1.4	2.5
	N	1-3	0.7	1.7	2.00	2.50	2.60	-10.78	2.17	78.50	13.7	13.1	8.7	1.91	1.4	1.7	1.9	0.6	3.0
	D	1-3	0.7	1.6	2.00	2.50	2.24	-10.94	2.08	78.33	14.3	14.0	7.6	1.93	1.3	1.6	2.4	1.0	3.3
2002	J	1-3	1.3	1.8	1.75	2.25	1.99	-10.82	2.07	78.63	14.4	15.5	8.0	1.95	1.4	1.8	2.1	2.0	3.5
	F	1-3	1.5	2.2	1.75	2.25	1.99	-11.07	2.16	77.84	12.7	15.4	7.5	1.96	1.4	2.1	1.1	1.5	3.4
	M	1-3	1.8	2.1	1.75	2.25	1.99	-10.61	2.36	78.45	12.4	15.7	7.0	2.30	1.8	2.1	1.2	1.1	3.2
	A	1-3	1.7	2.2	2.00	2.50	2.24	-10.07	2.46	79.48	11.8	15.3	7.0	2.29	1.9	2.1	0.5	0.6	2.8
	M	1-3	1.0	2.2	2.00	2.50	2.25	-9.31	2.68	80.79	12.0	14.4	6.7	2.24	2.0	1.9	1.8	-0.3	2.4
	J	1-3	1.3	2.1	2.25	2.75	2.50	-9.12	2.78	80.99	13.5	15.7	6.9	2.32	2.1	1.9	1.2	0.6	2.7
	J	1-3	2.1	2.1	2.50	3.00	2.74	-10.40	2.88	77.71	13.8	14.8	6.8	2.28	2.1	2.0	0.7	0.5	2.8
	A	1-3	2.6	2.5	2.50	3.00	2.74	-9.68	3.09	78.90	14.2	15.2	6.7	2.18	2.2	2.4	1.4	1.3	3.0
	S	1-3	2.3	2.5	2.50	3.00	2.74	-10.27	2.90	77.97	11.1	12.7	6.1	2.18	2.3	2.3	0.9	0.9	2.8
	O	1-3	3.2	2.5	2.50	3.00	2.74	-10.06	2.83	78.63	11.8	12.5	5.6	2.18	2.5	2.4	1.4	2.1	2.7
	N	1-3	4.3	3.1	2.50	3.00	2.74	-10.21	2.85	78.24	9.8	10.3	4.7	2.15	3.1	3.0	2.2	1.8	2.5
	D	1-3	3.9	2.7	2.50	3.00	2.74	-9.80	2.83	79.24	7.2	8.1	3.8	2.09	3.3	2.4	1.6	2.1	1.9
2003	J	1-3	4.5	3.3	2.50	3.00	2.74	-9.34	2.91	80.15	7.8	7.3	3.6	2.27	3.3	2.9	1.5	1.1	1.9
	F	1-3	4.6	3.1	2.50	3.00	2.75	-8.61	2.97	81.78	7.3	6.4	3.2	2.40	3.3	2.9	1.6	1.1	2.1
	M	1-3	4.3	2.9	2.75	3.25	2.99	-7.72	3.28	83.22	6.6	5.5	3.2	2.50	3.1	2.7	1.7	0.1	1.8
	A	1-3	3.0	2.1	3.00	3.50	3.24	-6.92	3.35	85.07	7.1	5.3	3.0	2.28	2.8	2.1	2.7	-1.5	1.3
	M	1-3	2.9	2.3	3.00	3.50	3.24	-6.02	3.27	87.60	7.7	5.4	3.5	2.12	2.5	2.2	1.7	-2.7	1.8
	J	1-3	2.6	2.1	3.00	3.50	3.24	-5.11	3.11	90.45	7.9	5.4	3.3	2.04	2.1	2.0	1.9	-3.7	1.4
	J	1-3	2.2	1.8	2.75	3.25	2.99	-6.60	2.89	87.07	10.0	6.7	3.5	2.25	1.7	1.9	2.0	-2.1	2.1
	A	1-3	2.0	1.5	2.75	3.25	3.00	-6.68	2.80	87.11	9.4	6.6	3.5	2.29	1.7	1.7	1.8	-2.6	2.1
	S	1-3	2.2	1.7	2.50	3.00	2.75	-5.93	2.64	89.52	8.4	6.5	3.4	2.15	1.8	1.9	1.1	-3.8	2.7
	O	1-3	1.6	1.8	2.50	3.00	2.75	-4.85	2.71	92.25	7.1	6.1	3.0	2.38	1.8	1.8	0.8	-5.6	2.7
	N	1-3	1.6	1.8	2.50	3.00	2.75	-4.73	2.73	92.54	8.6	6.8	3.1	2.38	1.8	1.7	0.1	-6.0	2.3
	D	1-3	2.0	2.2	2.50	3.00	2.75	-4.68	2.66	92.87	9.7	7.6	3.9	2.41	1.5	2.1	0.1	-5.3	2.7
2004	J	1-3	1.2	1.5	2.25	2.75	2.50	-5.77	2.37	90.68	10.7	8.5	3.9	2.66	1.5	1.5		-5.5	2.7
	F	1-3	0.7	1.1	2.25	2.75	2.50	-6.21	2.25	89.82	13.2	9.8		2.53	1.0	1.2		-4.5	2.8
	M				2.00	2.50	2.25	-5.72	2.10	91.55				2.65					3.0

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

# A2 Principaux indicateurs financiers et économiques

Variations calculées sur la base de données désaisonnalisées : en %, sauf indication contraire

Année, trimestre ou mois	Monnaie et crédit					Production et emploi								
	Agréats monétaires					Crédits aux entreprises		Crédits aux ménages		PIB à prix courants	Volume du PIB (en millions de dollars enchaînés de 1997, données trimestrielles)	PIB par branche d'activité (en millions de dollars de 1997, données mensuelles)	Emploi ( <i>Information population active</i> )	Taux de chômage
	M1 brut	M1+	M1++	M2+	M2++	À court terme	Total	Crédit à la consommation	Crédit hypothécaire à l'habitation					
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	
1991	2.7	4.9	2.9	8.6	7.6	1.0	3.5	2.0	8.2	0.8	-2.1		-1.8	10.3
1992	7.1	4.2	0.2	5.8	7.1	-3.4	1.8	1.3	8.4	2.2	0.9		-0.7	11.2
1993	9.4	5.1	-0.7	4.2	6.6	-6.3	0.7	2.3	7.6	3.8	2.3		0.8	11.4
1994	13.2	8.4	1.4	1.9	6.8	1.6	4.8	7.9	6.4	6.0	4.8		2.0	10.4
1995	6.6	0.8	-2.6	3.8	4.1	5.6	5.2	7.5	3.7	5.1	2.8		1.9	9.4
1996	12.2	8.2	3.3	4.4	6.8	1.6	5.5	6.5	4.2	3.3	1.6		0.8	9.6
1997	16.9	11.2	7.2	0.9	7.2	7.7	10.1	10.0	5.6	5.5	4.2		2.3	9.1
1998	10.3	7.0	3.1	-1.1	5.5	11.5	11.6	10.1	4.9	3.7	4.1	3.8	2.7	8.3
1999	7.6	6.0	4.3	3.6	5.3	1.9	6.1	7.9	4.5	7.4	5.5	5.6	2.8	7.6
2000	14.7	10.6	8.8	5.9	7.0	6.6	7.4	12.5	4.7	9.5	5.3	5.5	2.6	6.8
2001	12.1	10.3	9.6	6.6	7.6	-1.5	5.4	7.1	4.2	3.0	1.9	2.0	1.1	7.2
2002	12.0	10.9	13.7	7.4	6.4	-5.6	3.7	7.1	7.3	4.3	3.3	3.5	2.2	7.7
2003	8.2	5.1	6.3	4.7	3.4	-3.3	1.7	8.8	7.9	5.2	1.7	1.8	2.2	7.6
Taux annuels														
2000 I	22.7	12.8	11.4	8.0	8.4	10.7	7.4	16.3	5.6	11.2	5.7	6.2	3.4	6.8
2000 II	22.4	16.9	13.9	6.5	8.2	15.9	10.8	12.6	6.2	10.7	4.2	3.5	1.5	6.7
2000 III	11.6	8.4	6.4	5.0	6.8	3.1	5.5	11.2	2.1	8.5	5.3	4.5	1.4	6.9
2000 IV	9.1	9.8	7.6	3.4	7.0	7.1	7.2	8.1	3.6	3.8	1.7	2.3	3.0	6.9
2001 I	13.5	7.8	6.2	7.7	8.4	-1.9	4.7	4.9	3.4	4.9	1.3	1.5	0.3	7.0
2001 II	10.0	12.7	12.2	8.1	7.5	-15.7	2.1	6.1	4.1	0.7	1.1	1.5	0.9	7.1
2001 III	7.8	7.8	11.1	5.1	5.8	-2.8	6.0	6.4	6.3	-5.0	-0.7	-0.6	0.2	7.2
2001 IV	22.6	16.4	21.5	13.4	10.4	-	6.0	4.6	7.0	-1.4	3.8	2.9	0.3	7.6
2002 I	12.7	14.2	17.6	8.4	6.3	-10.4	3.4	5.6	7.0	9.2	5.8	6.3	2.7	7.9
2002 II	7.3	7.4	10.7	4.2	4.9	-5.7	2.5	9.5	8.8	10.6	3.8	4.8	4.1	7.6
2002 III	10.2	7.3	7.6	5.8	4.6	-3.0	2.7	10.1	8.3	4.9	2.7	3.1	3.9	7.5
2002 IV	8.2	5.4	5.5	3.9	3.0	-1.8	1.6	10.0	7.5	6.1	1.6	1.9	2.8	7.6
2003 I	3.4	0.5	1.9	4.5	0.9	-1.4	1.8	7.6	7.4	10.0	2.5	1.8	1.8	7.5
2003 II	8.7	5.1	6.6	6.4	4.6	-1.6	0.9	7.7	7.5	-2.6	-1.0	-0.9	0.7	7.7
2003 III	17.2	11.4	12.8	5.1	5.5	-7.2	1.4	10.4	8.7	4.7	1.3	1.6	0.8	7.9
2003 IV	5.2	4.5	6.3	0.4	2.5	-11.1	2.4	7.6	9.4	4.1	3.8	4.2	3.6	7.5
2004 I													1.1	7.4
Trois derniers mois	15.9	8.9	9.7	2.1	3.2	-7.3	3.9	8.3	8.9			4.2	1.1	7.5
Taux mensuels														
2003 M	0.2	1.0	1.1	0.5	0.1	0.2	0.4	0.4	0.4			-0.2	0.1	7.4
2003 A	0.7	-0.1	0.2	0.4	0.5	-0.3	-0.1	0.7	0.7			-0.3	-	7.6
2003 M	1.1	0.7	0.7	0.8	0.7	-0.4	-0.1	0.7	0.7			0.1	-	7.9
2003 J	1.7	1.1	1.2	0.4	0.4	-	0.3	0.7	0.5			-	0.3	7.7
2003 J	2.5	1.2	1.3	0.5	0.6	-0.7	0.1	1.4	0.8			0.5	-	7.7
2003 A	0.2	0.8	0.9	0.2	0.4	-0.8	0.1	0.3	0.7			-0.8	-0.1	8.0
2003 S	-0.1	-0.2	0.3	-	0.2	-1.4	-	0.7	0.8			1.1	0.3	7.9
2003 O	0.1	0.3	0.3	-0.3	-	-0.6	0.3	0.6	0.8			0.2	0.4	7.6
2003 N	1.2	0.8	0.8	0.2	0.5	-1.3	0.2	0.7	0.8			0.2	0.4	7.5
2003 D	1.0	0.4	0.5	0.6	0.1	-0.8	0.3	0.6	0.4			0.5	0.3	7.4
2004 J	1.7	1.3	1.3	0.5	0.4	-0.1	0.5	0.8	0.8			-0.1	0.1	7.4
2004 F	2.4	0.7	0.8			-	0.3						-0.1	7.4
2004 M													-0.1	7.5

# A2 (Suite)

Taux d'utilisation des capacités Ensemble des industries productrices de biens non agricoles	Prix et coûts				Accords salariaux		Indice des prix des produits de base établi par la Banque du Canada (données non désaisonnalisées)		Moyenne des cours acheteur et vendeur des titres			Année, trimestre ou mois
	IPC	Indice de référence*	Indice en chaîne du PIB	Coûts unitaires de main-d'œuvre	Secteur public	Secteur privé	Total	Produits de base non énergétiques	Bons du Trésor à 3 mois	Obligations de référence à 10 ans du gouvernement canadien	Obligations à rendement réel à 30 ans du gouvernement canadien	
78.3	5.6	2.8	2.9		3.4	4.3	-11.2	-11.8	7.43	8.32	4.45	1991
78.2	1.5	1.8	1.3		2.0	2.6	-0.3	0.6	7.01	7.86	4.62	1992
80.0	1.8	2.1	1.4		0.6	0.8	0.5	3.0	3.87	6.57	3.78	1993
82.4	0.2	1.8	1.1		-	1.2	3.3	7.5	7.14	9.07	4.92	1994
81.6	83.9	2.2	2.3		0.7	1.4	8.3	11.1	5.54	7.11	4.42	1995
81.2	82.8	1.6	1.7		0.5	1.8	3.8	-1.2	2.85	6.37	4.09	1996
82.5	83.6	1.6	1.9		1.1	1.9	-3.7	-4.3	3.99	5.61	4.14	1997
83.3	84.3	0.9	1.3		1.6	1.7	-15.3	-12.6	4.66	4.89	4.11	1998
84.4	85.9	1.7	1.4		1.9	2.7	6.7	1.5	4.85	6.18	4.01	1999
84.9	86.1	2.7	1.3		2.5	2.4	18.4	3.5	5.49	5.35	3.42	2000
82.2	81.7	2.6	2.1		3.3	3.0	-5.2	-6.9	1.95	5.44	3.76	2001
82.3	83.3	2.2	2.3		2.9	2.6	-5.9	-6.6	2.63	4.88	3.33	2002
82.0	82.9	2.8	2.2		2.9	1.5	20.1	8.8	2.57	4.66	2.79	2003
85.2	86.1	2.8	0.6		2.4	3.0	30.1	20.0	5.27	6.03	3.80	2000 I
84.7	85.6	1.7	1.3		2.5	2.7	4.7	-4.9	5.53	5.93	3.77	2000 II
84.8	86.2	4.0	1.8		2.6	1.9	5.8	-17.6	5.56	5.75	3.60	2000 III
84.9	86.3	4.2	2.5		3.0	2.3	17.0	-7.6	5.49	5.35	3.42	2000 IV
83.5	83.5	1.0	1.5		3.9	2.5	11.6	-5.5	4.58	5.41	3.45	2001 I
83.3	82.9	5.2	3.2		3.0	3.2	-16.0	23.0	4.30	5.73	3.53	2001 II
81.5	80.8	0.5	2.2		3.7	3.2	-38.1	-22.2	3.05	5.32	3.68	2001 III
80.4	79.6	-2.1	0.6		3.0	2.4	-41.3	-30.8	1.95	5.44	3.76	2001 IV
81.3	81.6	2.9	2.6		3.1	2.1	15.9	12.3	2.30	5.79	3.68	2002 I
82.3	83.3	4.5	3.2		2.7	2.3	40.0	-1.8	2.70	5.37	3.42	2002 II
82.9	84.2	3.3	3.2		3.2	2.8	2.8	-1.5	2.83	4.92	3.25	2002 III
82.6	83.9	4.7	2.1		3.3	3.5	20.4	-4.0	2.63	4.88	3.33	2002 IV
82.6	83.5	4.8	3.8		2.9	2.4	82.0	14.1	3.14	5.13	3.08	2003 I
81.2	82.1	-1.6	-0.4		3.1	0.7	-17.4	14.8	3.07	4.37	2.99	2003 II
81.3	81.9	1.8	1.1		3.2	2.3	0.6	20.8	2.58	4.64	3.08	2003 III
82.9	84.0	2.0	3.4		2.3	1.6	17.6	19.5	2.57	4.66	2.79	2003 IV
							45.0	38.4	1.98	4.33	2.39	2004 I
		2.0	1.9				45.0	38.4	1.98	4.33	2.39	
		0.1	-				-8.4	-0.4	3.14	5.13	3.08	2003 M
		-0.6	-0.4				-6.1	0.5	3.19	4.90	3.13	2003 A
		-0.1	0.4				3.3	1.8	3.16	4.50	3.00	2003 M
		0.1	-0.1				3.2	2.6	3.07	4.37	2.99	2003 J
		0.2	-				-3.4	-0.2	2.81	4.78	3.15	2003 J
		0.2	0.1				1.6	2.2	2.71	4.96	3.15	2003 A
		0.2	0.4				-1.8	3.6	2.58	4.64	3.08	2003 S
		-0.1	0.2				1.1	-0.8	2.64	4.85	3.00	2003 O
		0.3	0.5				1.3	1.7	2.67	4.79	2.91	2003 N
		0.3	0.2				8.5	1.7	2.57	4.66	2.79	2003 D
		-	-				2.7	2.6	2.25	4.61	2.57	2004 J
		-0.1	-0.2				-0.1	4.2	2.13	4.41	2.56	2004 F
							2.6	2.5	1.98	4.33	2.39	2004 M

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

Année, trimestre ou mois	Excédent ou déficit (-) des administrations publiques sur la base des comptes nationaux (en pourcentage du PIB)		Balance des paiements (en pourcentage du PIB)		Cours moyen au comptant du dollar E.-U. en dollars canadiens à midi (32)
	Gouvernement du Canada (28)	Ensemble des administrations publiques (29)	Solde de la balance commerciale (30)	Solde de la balance courante (31)	
1991	-5.4	-8.4	1.0	-3.7	1.1458
1992	-5.1	-9.1	1.3	-3.6	1.2083
1993	-5.5	-8.7	1.8	-3.9	1.2898
1994	-4.6	-6.7	2.6	-2.3	1.3659
1995	-5.9	-5.3	4.4	-0.8	1.3726
1996	-2.0	-2.8	5.1	0.5	1.3636
1997	0.7	0.2	2.9	-1.3	1.3844
1998	0.8	0.1	2.6	-1.2	1.4831
1999	0.9	1.6	4.3	0.3	1.4858
2000	1.8	3.0	6.3	2.9	1.4852
2001	1.2	1.4	6.4	2.4	1.5484
2002	1.0	0.8	5.0	2.0	1.5704
2003	0.7	1.2	5.0	2.1	1.4015
Taux annuels					
2000 I	1.8	2.2	5.6	2.6	1.4538
2000 II	1.3	3.2	6.0	2.6	1.4808
2000 III	2.3	3.5	6.4	2.9	1.4822
2000 IV	1.9	3.1	7.2	3.3	1.5258
2001 I	1.6	2.4	8.2	4.3	1.5280
2001 II	1.8	2.3	6.9	3.2	1.5409
2001 III	1.1	0.9	5.3	1.1	1.5453
2001 IV	0.2	-	5.3	1.0	1.5803
2002 I	0.5	0.4	5.5	2.4	1.5946
2002 II	0.9	0.5	5.0	2.2	1.5549
2002 III	1.1	0.8	5.0	1.8	1.5628
2002 IV	1.5	1.4	4.6	1.7	1.5698
2003 I	1.1	1.4	5.3	2.0	1.5102
2003 II	-0.4	0.6	4.5	1.7	1.3984
2003 III	1.0	1.1	5.2	2.6	1.3799
2003 IV	1.2	1.6	4.9	2.2	1.3160
2004 I					1.3179
Trois derniers mois					1.3179
Taux mensuels					
2003 M					1.4759
2003 A					1.4585
2003 M					1.3845
2003 J					1.3523
2003 J					1.3815
2003 A					1.3957
2003 S					1.3632
2003 O					1.3218
2003 N					1.3126
2003 D					1.3128
2004 J					1.2960
2004 F					1.3290
2004 M					1.3284

# Notes relatives aux tableaux

---

## Abréviations utilisées dans les tableaux

R Chiffres révisés

- Valeur nulle ou arrondie à zéro

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

## A1

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

## A1 (suite)

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

## A2

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

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

## A2 (suite)

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

