



Revue de la Banque du Canada

Printemps 2006



CO-OPERATIVE PURCHASING RELIEF SCRIP
 GOOD FOR TEN CENTS
 SERIES OCT. 6TH 1936
 TOWN OF VERMILION
 \$2.00
 A 04144
 Vermilion, Alta.,
 December 30th,
 1933.

CO-OPERATIVE PURCHASING RELIEF SCRIP
 GOOD FOR TEN CENTS
 SERIES OCT. 6TH 1936
 THE CORPORATION OF THE CITY OF OTTAWA
 RELIEF CERTIFICATE
 FIFTY CENTS
 No. 921
 ANY MERCHANT IN THE CITY OF OTTAWA WITHOUT CHARGE AT ANY BUSINESS WITHIN THE LIMITS OF THE MUNICIPALITY OF OTTAWA WILL EXCHANGE THIS CERTIFICATE FOR GOODS AND SERVICES OF EQUAL VALUE.
 SPECIMEN
 J. J. HENRY
 MAYOR

FAMILY RELIEF BOARD OF KITCHENER - ONTARIO
 RELIEF VOUCHER
 FIVE CENTS
 Town of Lloydminster
 LLOYDMINSTER, Sask., 11 February 1933
 No. 259
 To any Merchant or Business Man in Lloydminster:
 Mr. _____ has the sum of One which amount is not subject to account of taxes, if provided however that tax owing by the person.

UNEMPLOYMENT COMMISSION
 SUPPLY BEARER WITH
 TWO MEALS
 CHARGE RELIEF DEPARTMENT
 CITY OF EDMONTON

.05
 SECOURS DIRECT
 BON POUR CINQ SOUS en vêtements, nourriture
 CE BON EST DELIVRE A M. _____
 NOTE: 1. Le porteur devra endosser ce bon.
 2. Le fournisseur endossera ces bons, les présentera chargé et jamaïs marchandises qu'il aura données en échange.
 3. Sur présentation de ces bons et de la facture qui doit les accompagner, le porteur sera remboursé.
 DEC 14 1932
 Date.
 Contre-signé par : _____
 CITE DE CHICOUTIMI.

UNEMPLOYMENT RELIEF COMMISSION
 PROVINCE OF ALBERTA
 MARCH WEEKLY BED TICKET
 PAY TO THE SUM OF ONE DOLLAR AND TWENTY CENTS (\$1.20) FOR BED ACCOMMODATION
 SUPPLIED TO RELIEF RECIPIENT WHOSE SIGNATURE APPEARS ON THE REVERSE SIDE HEREOF.
 This Ticket is not negotiable or transferable and payment will be made only when presented by the Payee in person on any week day except Saturdays.
 TO THE Royal Bank of Canada
 THIRD STREET WEST BRANCH
 CALGARY, ALTA.
 No. 19001
 UNEMPLOYMENT RELIEF COMMISSION
 BED TICKET ACCOUNT

Revue de la Banque du Canada

Printemps 2006

Articles

Doit-on s'inquiéter des déséquilibres mondiaux?	3
La poursuite de cibles d'inflation : résumé du colloque tenu à la Banque du Canada les 28 et 29 avril 2005.	15
Tendances en matière de paiement de détail et résultats d'un sondage mené auprès du public	27
L'évolution du cadre de distribution des titres de dette du gouvernement canadien.	41

Discours

Introduction	51
Les déséquilibres mondiaux : Pourquoi s'en soucier? Comment y remédier?	53
L'ordre monétaire international en mutation et la nécessaire évolution du FMI.	59
Le renouvellement du FMI : enseignements tirés de la modernisation des banques centrales	67

Annonces diverses

Publications de la Banque du Canada	73
Tableaux synoptiques	77
Notes relatives aux tableaux	83

Couverture

Bons de la Crise

Par David Bergeron, conservateur

La Grande Dépression est une période sombre de l'histoire de l'économie canadienne. Si les opinions divergent quant à ses causes, les historiens s'entendent à peu près tous pour dire que le Mardi noir, ce jour d'octobre 1929 où les marchés boursiers se sont effondrés, est à l'origine du vent de panique qui a balayé la plupart des économies du globe. Aux prises avec la déflation, le recul des marchés et la hausse du chômage, le Canada, en particulier, est durement touché. Il faudra attendre le déclenchement de la Seconde Guerre mondiale pour que la crise ne commence à se résorber.

La chute du cours des produits de base pendant la dépression engendre la déflation : les prix à la consommation dégringolent et le chômage explose. En 1933, plus du tiers de la population active est sans travail et un Canadien sur cinq dépend de l'aide des gouvernements. Les revenus diminuent pratiquement de moitié. La chute vertigineuse des prix a des répercussions sur la production de monnaie. Ainsi, la frappe de pièces de plus grande valeur par la Monnaie royale canadienne est considérablement réduite, tout comme l'impression des billets de banque du gouvernement et des banques à charte.

Même si de nombreux organismes privés et œuvres de charité viennent au secours des sans-emploi, la majorité de l'aide financière provient des administrations municipales. Partout au Canada, villes et villages émettent des bons grâce auxquels les chômeurs peuvent se procurer des biens de première nécessité comme la

nourriture, le combustible, les vêtements, le logement, ou encore acquitter des impôts. Bien souvent, ces coupons sont uniquement échangeables contre des produits précis ou applicables à l'achat de marchandises. Les bons de la Crise reproduits en couverture reflètent l'éventail de produits et de services qu'ils permettent d'acquérir ainsi que la valeur relativement modeste de ces bouts de papier, soit à peine quelques cents, quelques dollars tout au plus.

Les municipalités mettent sur pied des projets de travaux publics où, en plus de toucher une rémunération versée sous forme de coupons, les chômeurs retrouvent un peu de fierté et d'estime de soi. Si la mesure est profitable pour ces derniers, la situation est toute autre pour les municipalités, qui n'arrivent pas à faire leurs frais. Certaines d'entre elles émettront donc des bons destinés essentiellement au paiement des impôts fonciers et autres services municipaux, comme des coupons d'eau.

La vie des bons de la Crise fut de courte durée. En raison de leur caractère honteux, qui rappelait durement la misère dans laquelle beaucoup de Canadiens vivaient dans les années 1930, la plupart des coupons ont été détruits. Nombre d'entre eux n'existent plus qu'en quelques exemplaires, que l'on peut voir seulement dans les collections institutionnelles.

Les bons de la Crise illustrés en couverture font partie de la Collection nationale de monnaies de la Banque du Canada.

La *Revue de la Banque du Canada* est une publication trimestrielle qui paraît en format papier et dans le site Web de la Banque (www.banqueducanada.ca). 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 les bibliothèques 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 diffusion, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9, composer le 613 782-8248 ou le 1 877 728-8248 (sans frais en Amérique du Nord), ou encore adresser tout message électronique à 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.

Doit-on s'inquiéter des déséquilibres mondiaux?

Bruce Little, conseiller spécial invité pour 2005-2006*, et Robert Lafrance, département des Relations internationales

- *Les excédents grandissants de la balance courante des pays asiatiques et des pays exportateurs de pétrole et le déficit croissant de celle des États-Unis soulèvent des inquiétudes : pareils déséquilibres pourraient constituer une menace pour l'économie mondiale, surtout s'ils se renversent de manière désordonnée.*
- *On s'inquiète également du fait que l'épargne excédentaire des économies de marché émergentes sert à financer le déficit américain au lieu de soutenir l'investissement et la croissance dans ces économies.*
- *Les experts ne s'entendent pas sur la gravité de la situation. Certains estiment que le jeu normal des forces du marché corrigera ces déséquilibres avec le temps; d'autres considèrent qu'il incombe aux décideurs publics de faciliter l'ajustement en mettant en œuvre des politiques qui freinent la demande intérieure dans les pays déficitaires et la stimulent dans les pays excédentaires.*
- *L'issue la plus probable est un retour ordonné à la « normale », surtout si on laisse libre cours aux forces du marché. Il reste que plus ces déséquilibres persisteront, plus grand sera le risque d'un retournement marqué susceptible de déstabiliser l'économie mondiale et de compromettre la croissance. En outre, certains pays pourraient se rabattre sur des politiques protectionnistes pour réduire les déséquilibres.*

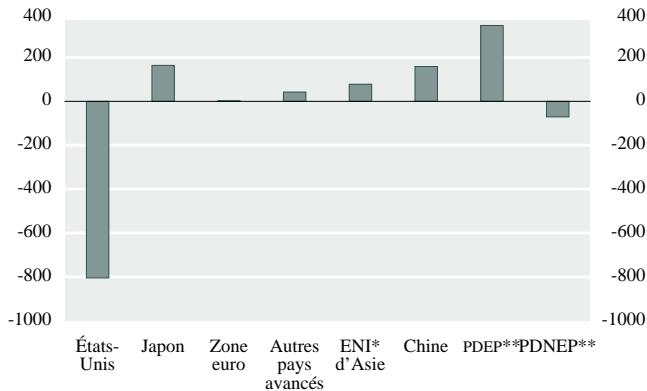
* Bruce Little a été journaliste et chroniqueur économique au *Globe and Mail*.

Dans un monde où la prospérité de chaque pays est de plus en plus liée à celle de tous les autres, le phénomène connu sous le nom de « déséquilibres mondiaux » suscite des inquiétudes. L'existence de déséquilibres majeurs n'est pour ainsi dire pas contestée, si ce n'est par quelques sceptiques. Cependant, la nature, l'étendue et l'imminence du danger qu'ils représentent pour la croissance économique et la stabilité financière à l'échelle du globe sont moins bien établies. Ils sont de ce fait devenus le point de mire de centaines d'études, de rapports, d'articles, de discours et de colloques, aussi bien publics que privés, qui ont été consacrés à la multitude de questions relevant de ce grand thème. Le plus souvent, seuls participent au débat les organisations internationales, les banques centrales, les milieux universitaires et, de manière générale, les analystes qui s'intéressent de très près à ces questions. Néanmoins, vu la portée des enjeux et leurs retombées potentielles, il est important que le public ait une meilleure compréhension de ces derniers.

L'expression « déséquilibres mondiaux » désigne à la fois le déficit de la balance des paiements courants des États-Unis et les excédents de nombreux pays à marché émergent en Asie et des pays exportateurs de pétrole qui lui font écho. Tant le premier que les seconds sont considérables et ne cessent de s'accroître. En 2005, le déficit extérieur américain a atteint 805 milliards de dollars É.-U. — soit le double de ce qu'il était en 2001 — ou 6 % environ du produit intérieur brut (PIB). La même année, l'excédent de la Chine s'est chiffré à 159 milliards de dollars É.-U., ou 7,1 % du PIB chinois. Un certain nombre de pays de l'Asie orientale et de pays producteurs de pétrole ont aussi dégagé des excédents appréciables (Graphique 1). Grâce aux excédents annuels accumulés, les pays asiatiques se sont constitué des réserves de change qui totalisent plus de 2 billions de

Graphique 1

Soldes des balances courantes de diverses régions du monde, 2005



* ENI : économies nouvellement industrialisées;
 ** PDEP : pays en développement exportateurs de pétrole;
 PDNEP : pays en développement non exportateurs de pétrole
 Sources : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2006

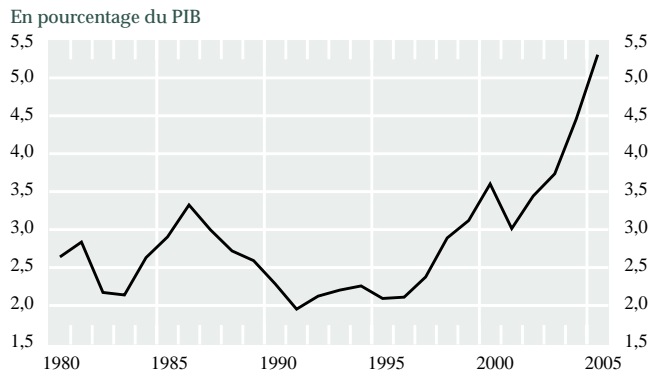
dollars É.-U.; à la fin de février 2006, la Chine détenait à elle seule 875 milliards de dollars É.-U., devançant le Japon au titre de premier détenteur de réserves au monde.

Ces disparités ne sont pas normales. Jusqu'à récemment, un équilibre approximatif avait tendance à se maintenir entre tous les pays. Envisagés en valeur absolue (abstraction faite de leur signe positif ou négatif), les soldes des balances courantes oscillaient entre 2 % et un peu plus de 3 % du PIB mondial. Toutefois, depuis 2002, leur valeur absolue est passée de 3,6 % à plus de 5 % de la production mondiale (Graphique 2). L'ampleur des déséquilibres actuels et leur aggravation récente ont déclenché un vif débat. Toutes les analyses, à quelques exceptions près comme nous le verrons plus loin, mènent à la même conclusion : ces déséquilibres sont insoutenables, qualificatif dont le sens n'a jamais été aussi bien rendu que par l'aphorisme mémorable du regretté économiste américain Herb Stein : « Si un phénomène ne peut durer indéfiniment, il prendra fin » (Greenspan, 2000).

Le débat au sujet des déséquilibres mondiaux est alimenté par l'absence de consensus sur presque toutes les questions essentielles. Comment expliquer la soudaine apparition de déséquilibres marqués? Arrêteront-ils bientôt de se creuser? Seront-ils freinés par le jeu de forces économiques fondamentales, l'action des pouvoirs publics, l'agitation des marchés financiers ou une combinaison des trois? Se résorberont-ils graduellement ou se renverseront-ils brusquement? En quoi sont-ils nuisibles et quels dommages un

Graphique 2

Total des soldes des balances courantes (pris en valeur absolue)



Sources : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2006 et calculs de la Banque du Canada

revirement risque-t-il de causer? Qui seront les gagnants et qui seront les perdants?

La communauté internationale officielle participe activement au débat, par l'entremise d'organisations très diverses, telles que le Groupe des sept grands pays industrialisés (G7), le Groupe des Vingt (G20) et le Comité monétaire et financier international du Fonds monétaire international (FMI). Tous s'inquiètent de la possibilité que la contraction inévitable des importants excédents et déficits courants observés enraie sérieusement la croissance économique mondiale. Un ajustement déstabilisateur se traduirait par un réalignement soudain des grandes monnaies (dont une forte dépréciation du dollar américain par rapport à de nombreuses autres devises) et peut-être même par un regain de protectionnisme qui ferait obstacle aux flux d'échanges normaux. Il va sans dire que les décideurs publics préféreraient en général éviter pareil résultat. Il reste que, dans l'ensemble, ils se sont montrés peu empressés à s'attaquer au problème, se limitant dans bien des cas à jeter la pierre aux autres.

La tournure que prendront les événements intéresse tous les pays. La dernière vague de mondialisation a débouché sur l'intégration à l'économie mondiale des économies de marché émergentes, en particulier la Chine et l'Inde, et a eu pour effet de disséminer plus largement que jamais les gains découlant du commerce. La mondialisation économique a été profitable, notamment parce qu'elle a fait reculer les taux de pauvreté en Asie. Elle a encouragé une concurrence accrue et a permis à un plus grand nombre de pays de tirer parti de leurs avantages comparatifs sur les marchés de la planète. Parallèlement, la mondialisation financière a

stimulé les investissements internationaux et favorisé une répartition plus large et plus efficiente de l'épargne. Il s'ensuit qu'en cas de perturbation majeure, davantage de pays ont désormais plus à perdre. Le Canada est concerné au premier chef, car il s'est toujours appuyé sur le commerce international pour se développer et s'enrichir. En tant que nation commerçante dotée d'une économie très ouverte, le Canada se ressent de tout ce qui influe sur la santé de l'économie mondiale.

Quiconque a suivi le débat sur les déséquilibres mondiaux a pu constater l'existence de divergences importantes, et souvent profondes, entre les chercheurs et les leaders d'opinion sur les questions fondamentales, de sorte qu'il est difficile de faire la juste part entre les avis des uns et des autres. Le présent article a pour objet de remédier à la situation en éclairant les principaux enjeux et points de controverse.

Trois conceptions des déséquilibres mondiaux

Les participants au débat se divisent en trois principaux camps. Pour les optimistes, les déséquilibres mondiaux reflètent les décisions que prennent, sur la base des seuls facteurs économiques, des entreprises et des ménages de plus en plus intégrés à l'économie mondiale. Dans cette optique, la situation n'a rien de très alarmant puisque les forces du marché corrigeront d'une manière ordonnée les déséquilibres avec le temps. Ce qu'il faut véritablement, c'est pousser la recherche afin de comprendre comment les facteurs technologiques et politiques et les forces du marché se sont conjugués pour engendrer ce résultat. Dans le camp des pessimistes, l'on croit plutôt que les décideurs publics ne s'emploieront pas à stimuler la demande intérieure dans les pays ayant de gros excédents courants et à la freiner dans les pays très déficitaires, ce qui rendra plus probables une résorption désordonnée des déséquilibres mondiaux et un atterrissage brutal des économies américaine et mondiale, pour citer Nouriel Roubini (2005). Les membres du troisième camp, que l'on peut qualifier d'« optimistes prudents », estiment que les déséquilibres se régleront de façon graduelle, mais ils craignent que les autorités nuisent au processus d'ajustement en négligeant de supprimer les distorsions qui entravent les forces du marché.

Les trois points de vue trouvent des défenseurs parmi les économistes universitaires qui s'intéressent à ces problèmes. La plupart des organisations internationales, dont le FMI, la Banque des Règlements Internationaux (BRI) et l'Organisation de Coopération et de Dévelop-

pement Économiques (OCDE), appartiennent au troisième groupe, comme bon nombre de décideurs publics dans des pays tels que le Canada. Les principaux acteurs, particulièrement les États-Unis et la Chine, semblent moins inquiets, ou alors plus enclins à solliciter les initiatives stratégiques d'autres pays présumées plus efficaces pour éliminer ces déséquilibres. Certains font valoir qu'on observe peu de mesures concrètes et que « aux États-Unis, l'attitude se situe à mi-chemin entre la confiance excessive et le déni, tandis qu'ailleurs dans le monde, on porte des accusations et on se ronge les sangs » (Truman, 2005, p. 32) [traduction]. Cela est certes vrai jusqu'à un certain point, mais la tendance à s'en prendre aux autres, l'excès de confiance et le déni ne sont l'apanage d'aucun pays.

Les participants au débat se divisent en trois camps : les optimistes, les pessimistes et les optimistes prudents, qui espèrent que les déséquilibres se résorberont de façon ordonnée, mais qui craignent que les autorités nuisent au processus d'ajustement.

Qu'entend-on par « déséquilibres mondiaux »?

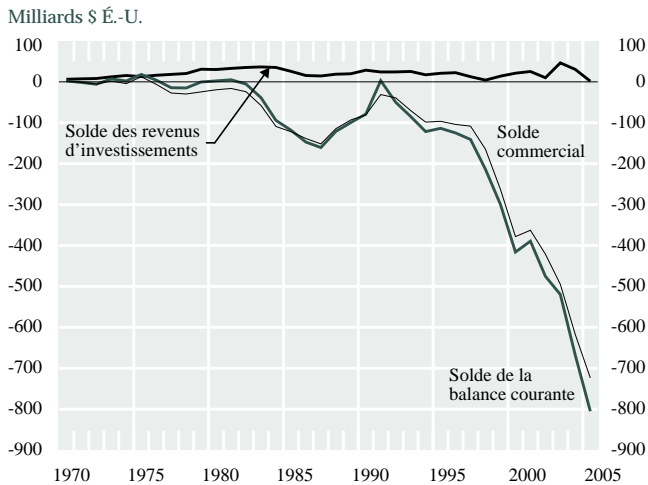
Pour mieux comprendre, il faut étudier le problème d'un point de vue tour à tour global et national et se doter d'un cadre d'interprétation.

Aux yeux de beaucoup, la balance courante se réduit aux flux monétaires transfrontières dont les agences statistiques suivent la trace et dont les médias font état chaque trimestre : un pays déficitaire consomme plus qu'il ne produit et importe plus par conséquent qu'il n'exporte, au sens le plus large de ces termes. À l'inverse, un pays excédentaire exporte plus qu'il n'importe. Cette vision des choses est valable, mais incomplète. L'épargne et l'investissement, qui n'apparaissent pas directement dans les données présentées au grand public, jouent un rôle crucial.

Voici comment les choses se passent. La balance courante résume les transactions d'un pays avec le reste du monde au cours d'une période donnée. Son

Graphique 3

Composantes du solde de la balance courante américaine



Source : Bureau of Economic Analysis des États-Unis

solde est constitué de deux éléments : le solde de la balance commerciale et le solde de la balance des revenus. Le premier correspond à la différence entre les recettes du pays pour les biens et services qu'il exporte et ses paiements pour les biens et services qu'il importe. Le solde de la balance des revenus renvoie à deux sous-catégories de recettes et de paiements transfrontières : la première regroupe les intérêts et les dividendes qui sont versés sur les obligations et les actions détenues dans d'autres pays; la seconde se rapporte à diverses transactions financières telles que les virements effectués par des particuliers (le plus souvent des immigrants qui envoient de l'argent à leur famille dans leur pays d'origine). Par conséquent, la balance courante est une mesure des flux, c'est-à-dire des mouvements monétaires entre pays. Dans le cas des États-Unis (Graphique 3), la quasi-totalité du déficit courant est attribuable à un énorme déficit au chapitre du commerce des biens et des services.

Quand la balance courante d'un pays est déficitaire, les recettes que ce dernier tire de transactions internationales de toutes sortes ne suffisent pas à couvrir ses paiements. Dans les faits, le pays dépense plus qu'il ne gagne, et il emprunte à l'étranger pour combler la différence. Ce phénomène est généralement envisagé sous l'angle de la consommation : le pays consomme plus qu'il ne produit et répond aux besoins qu'il ne peut satisfaire en important des biens qu'il paie avec de l'argent emprunté à l'étranger. Cette description n'est pas fautive, mais il existe une autre manière de

rendre la même idée : le pays n'épargne pas une part suffisante des revenus que génère sa production actuelle pour couvrir ses besoins d'investissement¹. À l'échelle mondiale, il ne peut en être ainsi. L'épargne est la source du capital d'investissement, et comme la planète constitue une économie fermée, l'épargne totale doit toujours être égale à l'investissement total².

Toutefois, comme les pays commercent entre eux, ils peuvent s'emprunter et se prêter mutuellement leur épargne. Les pays qui épargnent plus qu'ils n'investissent chez eux (la Chine, par exemple) ont un surplus d'épargne et deviennent exportateurs de capitaux; leur balance courante dégage donc un excédent. À l'opposé, les pays dont les investissements sont supérieurs à leur épargne interne (tels que les États-Unis) manquent de capitaux et doivent en importer; c'est pourquoi leur balance courante est déficitaire. Les premiers sont des épargnants nets, et les seconds, dans le jargon des économistes, des « désépargnants » nets.

Le concept d'épargne nationale nette, soit la différence entre l'épargne et l'investissement, est parfois difficile à saisir parce qu'il correspond à la somme de l'épargne nette de trois groupes d'entités : les ménages, les entreprises et les administrations publiques. Dans les pays industrialisés, les ménages sont généralement des épargnants nets, car ils économisent plus qu'ils n'investissent; en revanche, les entreprises sont des désépargnants nets puisqu'elles empruntent pour investir dans de nouvelles constructions et machines afin d'accroître leur capacité de production ou leur efficacité. Les administrations publiques qui enregistrent un déficit budgétaire sont, bien entendu, des emprunteurs (ou désépargnants) nets. Si ces trois groupes, tous ensemble, épargnent moins qu'ils n'investissent, le pays doit faire appel à des non-résidents pour combler la différence.

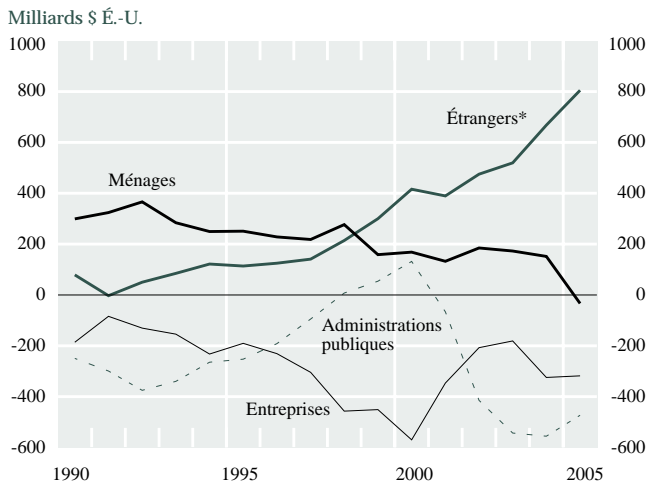
L'apparition de déséquilibres majeurs

Au début des années 1990, les emprunts des États-Unis à l'étranger étaient relativement modestes, les ménages américains économisant assez pour financer la plupart

1. Le principe peut s'illustrer mathématiquement. Soit Y , le revenu national (ou produit intérieur brut), C , la consommation totale, S , l'épargne nationale (égale au revenu moins la consommation), et FS , l'épargne étrangère. Dans le cas d'une économie fermée, $Y - C = S$ et $Y - C = I$ ou $I = S$. Dans celui d'une économie ouverte, on a : $I = S + FS$.

2. Bien que cet énoncé soit vrai en théorie, il est difficile à démontrer au moyen de données officielles. Comme les agences statistiques ne peuvent suivre toutes les transactions, les omissions et les erreurs sont inévitables.

Graphique 4
Épargne nette



* Inverse du solde de la balance courante
Source : Bureau of Economic Analysis des États-Unis

des besoins des entreprises et des administrations publiques (Graphique 4). Mais vers la fin de la décennie, les besoins d'emprunt des sociétés américaines ont vivement augmenté au moment même où l'épargne des ménages a chuté. La nécessité de faire appel à l'épargne étrangère s'est avivée, mais modérément, car les administrations publiques affichaient des excédents : elles épargnaient au lieu de désépargner. En 2005, toutefois, les administrations publiques, les entreprises et les ménages américains étaient tous devenus des emprunteurs nets (Graphique 4). Collectivement, leur épargne correspondait à 14 % du PIB, contre 20 % pour leurs investissements. Cet écart de six points de pourcentage a été comblé par l'importation de capitaux de l'étranger.

Cette épargne importée, qui est comptabilisée dans le compte de capital des États-Unis, est la contrepartie du déficit enregistré par la balance courante. D'après certaines prévisions, ce dernier pourrait bondir du niveau actuel de 6 % du PIB à près de 10 % d'ici quelques années. Le déficit est imposant en regard non seulement des niveaux observés dans le passé aux États-Unis et dans les grands pays industrialisés, mais aussi des flux de capitaux qu'il génère. En 2004, les États-Unis ont, à eux seuls, absorbé environ 70 % des flux nets de capitaux internationaux; autrement dit, 70 cents de chaque dollar que les épargnants du monde entier ont consenti à prêter à des étrangers sont allés aux États-Unis. Uniquement pour financer le manque à gagner, ce pays doit aujourd'hui importer plus de 65 milliards de dollars É.-U. chaque mois —

puisés dans l'épargne de non-résidents — dans le but de régler ce qu'il doit au reste du monde. Les marchés financiers surveillent maintenant de près les données mensuelles sur ces mouvements de capitaux.

D'ordinaire, les pays en développement affichent un déficit de la balance courante et comptent sur le capital importé de nations plus prospères pour financer leur expansion. De nos jours, on observe le contraire : les pays en développement dégagent des excédents et envoient leur capital à l'étranger.

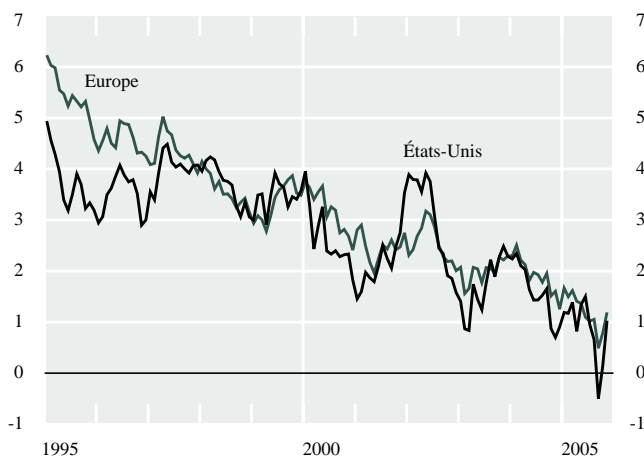
Le volume de l'épargne mondiale mobilisé par les États-Unis atteint des proportions inquiétantes. L'épargne est la source des investissements nécessaires au financement de la croissance et du développement économiques. Depuis quelques années, le gros de l'épargne nette mobile à l'échelle internationale a été canalisé vers les États-Unis plutôt que vers les pays en développement, sans doute parce que les investisseurs s'attendaient à de meilleurs rendements aux États-Unis. D'ordinaire, les pays en développement affichent un déficit de la balance courante et comptent sur le capital importé de nations plus prospères pour financer leur expansion. Ce fut le cas du Canada pendant de nombreuses décennies, ainsi que le prévoit la théorie économique : les capitaux d'investissement des pays riches où la croissance a ralenti devraient migrer vers les pays à faible revenu où elle s'accélère. De nos jours, cependant, les pays en développement, surtout la Chine et les pays exportateurs de pétrole, dégagent des excédents et envoient leur capital à l'étranger, contrairement au scénario habituel.

Les taux d'intérêt jouent un rôle important dans le débat sur les déséquilibres mondiaux parce qu'ils sont déterminés par l'intersection de l'offre et de la demande sur le marché international des capitaux. Plus précisément, les taux d'intérêt réels (les taux nominaux corrigés en fonction de l'inflation attendue) reflètent l'interaction des intentions d'épargne et d'investissement. Si le volume désiré de l'épargne (l'offre de capitaux) augmente plus rapidement que le

Graphique 5

Taux de rendement réel des obligations à dix ans

Moyenne mensuelle des rendements d'obligations types à la clôture hebdomadaire, après déduction du taux de variation sur douze mois de l'indice global des prix à la consommation (non désaisonnalisé)



Sources : Bloomberg et calculs de la Banque du Canada

volume désiré de l'investissement (la demande de capitaux), le taux d'intérêt réel — à la fois le rendement de l'épargne et le loyer de l'argent — diminue. Si le taux d'inflation est sensiblement le même dans la plupart des pays, de faibles taux d'intérêt peuvent être interprétés comme une indication que les occasions d'investissement sont insuffisantes à l'échelle du globe par rapport aux intentions d'épargne. Depuis quelque temps, le rendement des obligations à long terme se situe à des niveaux remarquablement bas partout dans le monde (Graphique 5). Dans le cas des États-Unis, cette situation a de quoi étonner; l'ex-président de la Réserve fédérale américaine, Alan Greenspan (2005), a même parlé à ce sujet d'une énigme. Dans ce pays, en effet, la forte croissance économique, les lourds déficits budgétaires et le relèvement continu des taux d'intérêt officiels à court terme auraient dû normalement se traduire par une hausse des rendements. À l'échelle mondiale, toutefois, la faiblesse des taux de rendement réels des obligations à long terme peut s'expliquer par l'excédent du niveau désiré de l'épargne sur celui de l'investissement.

La thèse de l'excès d'épargne

D'où vient cet excès d'épargne? Les pays avancés, les économies de marché émergentes et les nations productrices de pétrole ont toutes leurs propres raisons d'accroître leur épargne. Dans les économies avancées, l'un des éléments moteurs semble avoir été la restruc-

turation généralisée des bilans des entreprises à laquelle on a assisté après l'éclatement des bulles boursières en 2001. Bien que leurs bénéfices soient élevés, la majorité des sociétés ont préféré les distribuer, racheter une partie de leurs actions et réduire leur endettement plutôt que d'investir des montants considérables dans de nouvelles activités. Cette relative réticence à investir tient à plusieurs facteurs. Étant soumises à un examen plus rigoureux de la part du public depuis les scandales comptables, les entreprises sont devenues prudentes. Les budgets dévolus au matériel informatique ont été comprimés après la débauche de surinvestissement — exorbitante, dans certains cas — liée au passage à l'an 2000 et aux bulles des télécommunications et de l'Internet.

Dans bon nombre de pays industrialisés (cela est moins vrai pour les États-Unis), le vieillissement de la population a peut-être aussi eu son rôle à jouer. Certains pays épargnent plus en prévision du départ à la retraite des baby-boomers, dont les aînés viennent d'avoir soixante ans. Or, les occasions d'investir se font sans doute plus rares au sein de ces économies moins dynamiques que dans celles où la population est jeune. L'épargne a dépassé l'investissement au Japon pendant le dernier quart de siècle, tout comme dans la zone euro (mais à un degré moindre) durant la majeure partie des vingt dernières années.

Les économies émergentes ont leurs propres raisons de contribuer davantage à l'épargne mondiale. Après avoir prospéré au milieu des années 1990, bon nombre de pays asiatiques ont été aux prises avec une récession par suite des crises de change qui les ont secoués vers la fin de la décennie. La stratégie qu'ils ont adoptée pour remonter la pente, choisie librement ou par nécessité, souvent à l'instigation de la communauté internationale, consistait à comprimer les dépenses intérieures et à générer un excédent de la balance courante; elle a fait d'eux des fournisseurs nets de capitaux. Même les pays qui ont échappé à la crise comme la Chine ont commencé par prudence à accumuler des réserves de change. Qu'ils aient eux-mêmes été échaudés ou qu'ils aient vu ce sort échoir à leurs proches voisins, tous ces pays se sont constitué un « trésor de guerre » pour se prémunir contre une sortie subite de capitaux. La flambée récente des prix du pétrole a aussi contribué au gonflement de l'épargne mondiale. Les producteurs de pétrole, dont beaucoup ont tiré de dures leçons des années 1980, au cours desquelles ils ont dilapidé la fortune soudaine qu'ils devaient à l'or noir, ne veulent pas — et, jusqu'à un

certain point, ne peuvent pas — dépenser leurs revenus aussi rapidement que ceux-ci augmentent.

On peut donc soutenir que la faiblesse des taux d'intérêt réels à long terme est en grande partie attribuable à une combinaison de facteurs qui ont entraîné une hausse marquée de l'offre mondiale de capitaux — l'« excès d'épargne mondiale » dont a parlé Ben Bernanke, le président de la Réserve fédérale américaine. C'est en gros le point de vue défendu par les optimistes dans le débat sur les déséquilibres mondiaux.

Cette version des faits possède un certain attrait aux États-Unis parce qu'elle permet d'envisager les déficits courants non pas comme la conséquence néfaste de dépenses excessives doublées d'une épargne insuffisante, mais comme le reflet flatteur du potentiel de croissance supérieur que recèle ce pays et de la rareté des occasions d'investissement dans le reste du monde. Les États-Unis achèteraient simplement davantage de biens importés aujourd'hui avec l'intention de payer plus tard (l'économie américaine étant reconnue comme l'une des plus productives, sa croissance dépasserait probablement dans l'avenir celle d'autres pays industrialisés). Quand les cours boursiers se sont effondrés en 2001-2002, une politique monétaire expansionniste a maintenu les taux d'intérêt à de bas niveaux et encouragé un essor de la construction et de l'achat de maisons propice à la réalisation de gains en capital sur le marché immobilier. Grâce au redressement des marchés boursiers, la richesse des ménages a encore progressé. Alliés aux faibles taux d'intérêt, ces gains ont favorisé une baisse de l'épargne privée au moment où la santé des finances publiques se détériorait. Les ménages voyaient progresser leur richesse au fur et à mesure que leurs maisons prenaient de la valeur, et ils éprouvaient moins le besoin d'épargner.

La mondialisation des marchés financiers a facilité de trois façons le creusement du déficit courant des États-Unis. Premièrement, elle a permis une hausse de l'offre d'épargne internationale pouvant servir à financer le déficit. Deuxièmement, elle a introduit une plus forte diversification géographique dans les portefeuilles de placement. Jusque-là, la plupart des épargnants investissaient surtout chez eux, et leur portefeuille reflétait cette préférence nationale. Grâce au mouvement de mondialisation, il est devenu plus facile et moins coûteux d'acquérir des titres étrangers — toujours attrayants pour ceux qui souhaitent diversifier leur portefeuille — au moment même où le « miracle » de la productivité américaine, à la fin des années 1990

(et plus récemment), ravivait l'intérêt des investisseurs à l'égard des États-Unis. Troisièmement, comme le dollar américain est la monnaie internationale dominante, les banques centrales des pays qui ont accumulé de généreux excédents au titre de leur balance courante ont placé une proportion considérable de leurs réserves internationales grandissantes en valeurs du Trésor américain liquides.

Voilà l'essentiel du point de vue des optimistes. Pour autant que les déséquilibres mondiaux traduisent les progrès de la mondialisation des marchés financiers, un désir accru d'épargner ailleurs qu'aux États-Unis et les perspectives plus favorables dont jouit l'économie américaine par rapport aux autres pays industrialisés, les optimistes pensent qu'avec le temps, le jeu des forces du marché corrigera automatiquement ces déséquilibres. Dans ce contexte, le terme « déséquilibre » ne comporte aucune connotation négative.

Le cas des États-Unis est cependant unique, à cause de ce que d'aucuns nomment le « privilège exorbitant » que lui vaut sa position centrale dans le système économique mondial. Le dollar américain est le moyen de règlement dominant pour les transactions internationales, la principale monnaie de réserve officielle, l'unité de compte sur les marchés mondiaux et le point d'ancrage nominal de nombreuses économies. Les États-Unis possèdent donc l'avantage du seigneurage international, que certains jugent suffisant pour rendre viables les déficits de la balance courante américaine ou, à tout le moins, pour justifier le renvoi de l'inévitable ajustement à un avenir éloigné.

De surcroît, presque tous les engagements des États-Unis envers le reste du monde (obligations, actions et même biens immobiliers) sont libellés en dollars É.-U., tandis que les créances détenues sur l'étranger par des résidents américains sont libellées en monnaies étrangères. Par conséquent, quand le billet vert recule par rapport à d'autres monnaies, la position nette du pays s'améliore doublement. D'abord, à moyen terme, la baisse du dollar favorise une hausse des exportations et un repli des importations. Ensuite, les créances américaines sur l'étranger s'apprécient (désormais, elles valent plus en dollars É.-U.), alors que la valeur des engagements envers le reste du monde demeure constante (puisque les prix de ceux-ci sont établis en dollars É.-U.).

Pour la plupart des pays, un déficit de la balance courante entraîne une détérioration de la position nette en avoirs étrangers. Quand un pays est en position

créditrice nette, le total de ses avoirs étrangers est supérieur à l'ensemble de ses engagements à l'endroit de non-résidents. S'il affiche un déficit courant au cours d'une année donnée, sa position nette en avoirs étrangers se détériore, mais il peut néanmoins demeurer un créancier net. Dans le cas d'un pays débiteur net, par contre, le total des engagements excède l'ensemble des avoirs. Par conséquent, si ce pays accuse un déficit courant, ses engagements nets à l'égard d'étrangers s'accroissent, et il s'enfoncé de plus en plus dans le rouge. En ce qui a trait aux États-Unis, Gourinchas et Rey (2005a) ont démontré qu'en moyenne, les effets de réévaluation liés aux fluctuations du dollar américain ont été à l'origine d'environ 30 % des variations de la position nette en avoirs étrangers de ce pays. Cela étant, on comprend mieux comment le ratio des avoirs étrangers nets au PIB américain a pu s'améliorer entre 2001 et 2004 même si le déficit courant s'est établi en moyenne à près de 5 % du PIB durant cette période.

Qui plus est, dans l'après-guerre, les États-Unis ont eu tendance à emprunter à court terme, mais à prêter à long terme, et les épargnants américains ont généralement préféré détenir des actions, qui rapportent davantage, que des obligations. Il s'ensuit que le rendement des investissements américains à l'étranger a été supérieur à celui des investissements étrangers aux États-Unis. L'écart entre les deux s'est établi à 3,3 points de pourcentage en moyenne depuis 1973 (Gourinchas et Rey, 2005b).

La thèse de l'incapacité des pouvoirs publics à s'attaquer au problème

Les pessimistes s'appuient sur cinq arguments, que l'on peut résumer ainsi, au risque de verser dans la caricature. En premier lieu, les déséquilibres, plus précisément le déficit des États-Unis et les excédents de la Chine et du Japon, résultent soit de mauvaises décisions de la part des pouvoirs publics (aux États-Unis), soit d'un manque d'initiative dans la réforme du système économique (en Chine et au Japon). Ainsi, les déficits budgétaires américains aggravent la situation, car ils réduisent l'épargne nationale. En maintenant pendant longtemps les taux d'intérêt à de bas niveaux, la politique monétaire des États-Unis a favorisé un boom immobilier qui a fait grimper le prix des maisons. Les ménages qui épargnent moins à cause de la plus-value de leur maison se leurrent parce que l'évolution du prix des habitations suit généralement celle du revenu en longue période et qu'une flambée peut s'inverser

rapidement. Par ailleurs, les États-Unis drainent la majeure partie de l'épargne mobile à l'échelle internationale, mais ce capital ne fait que soutenir la consommation publique et privée au lieu d'être canalisé vers des investissements productifs.

Les tensions créées par l'énorme déficit commercial des États-Unis et les excédents qui y font écho dans le reste du monde, notamment en Asie, suscitent des appels au protectionnisme afin de préserver les producteurs américains et européens de la concurrence que leur livrent leurs homologues asiatiques.

Le second argument des pessimistes est que les marchés financiers ont perdu leurs repères. Les investisseurs et les analystes financiers ont la vue trop courte pour saisir le caractère insoutenable des déséquilibres. Leur optimisme inexplicable découle d'une perception erronée des risques, que les investisseurs n'évaluent pas correctement. Devant l'envolée puis l'effondrement qu'ont connus les places boursières dans les pays industrialisés au tournant des années 2000, on ne saurait balayer du revers de la main cette appréciation peu charitable des marchés financiers.

En troisième lieu, les tensions créées par l'énorme déficit commercial des États-Unis et les excédents qui y font écho dans le reste du monde, notamment en Chine et ailleurs en Asie, suscitent des appels au protectionnisme afin de préserver les producteurs américains et européens de la concurrence que leur livrent leurs homologues asiatiques. Beaucoup craignent de voir s'interrompre les gains réguliers qu'a permis la libéralisation du commerce international depuis la Deuxième Guerre mondiale. Pareil scénario ne ferait qu'aggraver l'impasse à laquelle ont mené les plus récentes négociations commerciales multilatérales, connues sous le nom de cycle de Doha.

En quatrième lieu, si les marchés se trompent et que les frictions commerciales s'accroissent, le risque que la correction des déséquilibres s'opère de manière abrupte et désordonnée s'en trouvera accru. Le danger le plus souvent évoqué est celui que les investisseurs

internationaux se montrent de plus en plus réticents à financer le déficit américain aux conditions actuelles. Ils acquerraient alors moins d'avoirs libellés en dollars É.-U. ou liquideraient une partie de leur portefeuille constitué de ces avoirs. Il en résulterait une montée des taux d'intérêt américains qui freinerait la demande intérieure aux États-Unis, ainsi qu'une dépréciation du billet vert qui nuirait aux exportations vers ce pays, surtout celles en provenance du Japon et de l'Europe. La majoration des taux d'intérêt américains pourrait aussi réduire l'attrait des investissements dans les économies émergentes et occasionner de ce fait des problèmes à l'échelle du globe. Au final, la croissance économique mondiale serait considérablement affaiblie.

Enfin, le fait que les décideurs publics des principaux pays n'interviennent pas pour réduire ces tensions apporte encore de l'eau au moulin des pessimistes. Ceux-ci estiment que cette apathie persistera, d'où leur sombre conclusion que seule une crise — très vraisemblablement sous la forme d'une correction soudaine des marchés — mettra fin aux déséquilibres croissants, avec pour conséquence inévitable une période de morosité économique, sinon de récession.

La thèse intermédiaire

Les optimistes prudents — le troisième groupe — espèrent toujours que l'on permettra aux forces du marché de faire le gros de la besogne et que les déséquilibres commenceront à se résorber de manière ordonnée, le billet vert se repliant progressivement et la demande intérieure se tassant petit à petit aux États-Unis pour se raffermir en Asie et dans les pays exportateurs de pétrole. Ils craignent néanmoins que les gouvernements fassent obstacle à cette évolution en conservant des politiques qui entravent les forces du marché. Voilà en gros le point de vue des organisations internationales qui exhortent les gouvernements à agir et à ne pas s'en remettre au seul marché pour résoudre le problème.

Ces organisations soutiennent que ces importants déséquilibres ne sont absolument pas viables, tout en reconnaissant qu'ils ont duré plus longtemps qu'elles ne l'avaient prévu. Rodrigo de Rato, le directeur général du FMI, a remarqué récemment que « bon nombre des particularités du paysage économique qui semblent permanentes finissent par disparaître » (De Rato, 2006) [traduction]. Comme exemples, il a cité la vigoureuse expansion des marchés émergents au milieu des années 1990 et la bulle technologique aux États-Unis. L'OCDE est d'avis que l'obligation

dans laquelle se trouve ce pays d'emprunter à l'étranger s'explique essentiellement par une pénurie d'épargne intérieure, et non par la forte demande d'investissement d'une économie en essor. La source première de cette pénurie qui va s'aggravant se trouve dans le secteur des ménages, dont le taux d'épargne est en baisse depuis le début des années 1980.

Depuis bon nombre d'années, les discussions se déroulant dans le cadre de forums internationaux entre les chefs d'État, les ministres des Finances et les gouverneurs de banques centrales ont permis de dégager diverses mesures à appliquer pour assainir la situation. On a prié les États-Unis de contenir leur déficit budgétaire. On a conseillé au Japon et à la Chine d'accélérer leurs réformes structurelles, et l'on a exhorté les pays de la zone euro à assouplir leurs marchés du travail; dans les deux cas, l'objectif consistait à stimuler la demande intérieure. Enfin, on a encouragé la Chine à hâter la réforme de son système financier et à laisser flotter sa monnaie (c'est-à-dire à la laisser s'apprécier), ce qui aurait pour effet de réduire ses excédents commerciaux croissants; la hausse du coût de ses exportations amènerait la Chine à moins compter sur celles-ci pour assurer sa croissance, et le prix moindre des produits importés doperait la demande intérieure. On a aussi fait comprendre à la Chine que, si elle instaurait un meilleur système de sécurité sociale, ses citoyens n'épargneraient plus autant pour faire face à d'éventuels problèmes de santé et s'assurer une retraite décente.

Ce que l'avenir réserve

Jusqu'à présent, toutefois, les progrès ont été limités. L'une des raisons pour lesquelles les décideurs publics ont répugné à prendre le taureau par les cornes tient à l'absence de consensus quant à la viabilité des déficits extérieurs, particulièrement en ce qui concerne celui des États-Unis. Dans la pratique, un déficit de la balance courante est viable s'il peut persister à long terme sans causer une modification sensible des variables macroéconomiques (comme une dépréciation marquée de la monnaie) ou des politiques publiques (p. ex., une réduction des déficits budgétaires ou la mise en place de mesures protectionnistes) visant à rétablir la solvabilité. Un pays solvable doit continuer de donner l'impression qu'il pourra un jour rembourser sa dette extérieure nette (intérêts compris) à même ses futurs excédents commerciaux. Dans les faits, un pays ne peut emprunter indéfiniment pour financer sa dette extérieure. Les pays débiteurs doivent forcément

recommencer à accumuler des excédents commerciaux, et les pays créditeurs, des déficits. La question est de savoir à partir de quel seuil la dette d'un pays devient excessive.

Cette question revêt une acuité particulière dans le cas des États-Unis. En raison de la place prédominante de ce pays dans le système économique mondial, les forces du marché pourraient tarder à provoquer les ajustements nécessaires. Il n'est donc pas inconcevable que la balance courante américaine accuse un déficit pendant un certain temps encore, au risque de faire grimper l'endettement extérieur net à un niveau excessif. Il ne faut cependant pas oublier que l'ajustement est seulement remis à plus tard. Le déficit courant des États-Unis — qui est presque entièrement imputable au déficit du commerce extérieur des biens et des services — devra diminuer tôt ou tard, et plus cette réduction se fera attendre, plus la correction sera importante.

Comment les lourds déficits de la balance courante se résorbent-ils normalement?

En général, les déficits courants des pays industrialisés se renversent quand ils atteignent environ 5 % du PIB (Freund, 2000). Le retour à l'équilibre demande habituellement trois ans, au cours desquels la croissance du pays concerné ralentit et la monnaie de ce dernier se déprécie. Les investissements chutent de façon marquée, alors que l'épargne ne varie presque pas en proportion du PIB. Au début, la progression du volume des importations est freinée, mais, avec le temps, l'amélioration s'appuie plutôt sur une hausse du volume des exportations. Il faut toutefois se méfier des généralisations tirées des études sur le sujet. Selon l'approche retenue, le renversement d'un déficit de la balance courante peut s'amorcer à des seuils différents et nécessiter une dépréciation forte ou seulement modérée de la monnaie. Une majoration des taux d'intérêt attribuable à des mesures de politique monétaire ou à l'inquiétude des investisseurs peut se trouver à l'origine du renversement. L'analyse de la contribution de la politique budgétaire au déficit de la balance courante n'est pas concluante. Il semble néanmoins que la croissance économique doive ralentir, souvent dans la foulée d'un recul de l'investissement.

Il y a suffisamment d'inconnues pour rendre les prédictions hasardeuses. Cependant, on ne risque guère de se tromper en affirmant que le déficit courant

des États-Unis a déjà largement dépassé les seuils établis par le passé et que la correction devra venir en bonne partie d'une augmentation de l'épargne des ménages et des administrations publiques; les déficits budgétaires devront par conséquent diminuer. Puisque le déficit courant est associé à une forte consommation privée et à un niveau élevé des dépenses publiques, tout nouveau repli du dollar É.-U. (il a déjà perdu près de 15 % depuis 2002) pourrait s'avérer substantiel. L'affaiblissement du billet vert aiderait à soutenir la croissance des exportations américaines, tandis que le resserrement de la politique monétaire des États-Unis, qui s'est traduit par une montée des taux d'intérêt à court terme, devrait encourager l'épargne intérieure. Les taux à long terme n'ont toutefois pas suivi le mouvement. Il se pourrait donc que la correction soit plutôt déclenchée par l'hésitation croissante des investisseurs étrangers à accroître leur portefeuille de titres américains. Les mesures prises aux États-Unis ne suffiront pas; les pays ayant un excès d'épargne devront réduire celui-ci, c'est-à-dire que le niveau de leur consommation intérieure devra augmenter.

Comme l'a récemment souligné le directeur général du FMI, Rodrigo de Rato (2006), on ne peut pour autant exclure la possibilité qu'une correction rapide et déstabilisatrice s'amorce par un affaissement brutal de la croissance de la consommation aux États-Unis, laquelle a soutenu l'économie mondiale jusqu'ici. Un tel scénario est envisageable si un ralentissement de la hausse des prix des maisons en vient à se conjuguer à un désir des consommateurs américains d'épargner davantage; cette éventualité inquiète d'ailleurs les prévisionnistes depuis un certain temps. Le danger, selon De Rato, est qu'un tassement soudain de la consommation aux États-Unis élimine l'un des principaux piliers de la demande mondiale avant que d'autres n'aient été mis en place.

Que doivent faire les pays dont la balance courante est excédentaire?

Beaucoup de pays dont la balance courante affiche un excédent ont, au même degré que les États-Unis, été la cible de critiques pour avoir encouragé par leurs politiques l'accumulation de surplus et freiné l'essor de la demande intérieure qui sera nécessaire au soutien de l'économie mondiale si la demande américaine faiblit. L'un des commentaires récurrents est que les pays enregistrant des excédents doivent renforcer leur

propre économie afin de pouvoir mieux contribuer à la croissance mondiale, au lieu de compter sur les États-Unis pour faire tourner l'économie de la planète. On a incité le Japon et l'Europe à mener des réformes structurelles en vue de réduire la rigidité de leurs marchés des biens et du travail. On a reproché à la Chine la gestion trop rigoureuse de son taux de change, face à des excédents qui entraîneraient une vive appréciation de la monnaie si celle-ci était libre de flotter. Bien que, l'an dernier, la Chine ait permis au renminbi de gagner 2,1 % et ait pris d'autres mesures pour promouvoir la souplesse de ses marchés de capitaux, les organisations internationales continuent de recommander un élargissement des réformes structurelles — non seulement en Chine, mais aussi dans d'autres économies émergentes d'Asie — pour favoriser une croissance plus rapide de la demande intérieure et une plus grande flexibilité des taux de change. On a exhorté les pays producteurs de pétrole à réduire leurs excédents en investissant davantage chez eux; dans bien des cas, il existe un besoin pressant de développer et de moderniser l'infrastructure de production, et les occasions d'investir ne manquent donc pas.

Les pays enregistrant des excédents doivent renforcer leur propre économie afin de pouvoir mieux contribuer à la croissance mondiale, au lieu de compter sur les États-Unis pour faire tourner l'économie de la planète.

Les conséquences sur la croissance

La manière dont ces déséquilibres se résorberont a son importance pour la croissance économique mondiale, et pour le Canada. Un allègement du déficit courant des États-Unis suppose un relèvement du taux d'épargne dans ce pays, aux dépens de la consommation, la principale source de demande au sein de l'économie américaine. Et comme celle-ci représente plus du

cinquième de l'économie de la planète, un ralentissement de sa part se répercuterait sur tous les autres pays. Pour que l'économie mondiale conserve un solide rythme de croissance, d'autres pays devront prendre la relève. Une expansion plus soutenue dans les grands pays industrialisés, surtout les pays européens et le Japon, serait utile, mais elle ne suffirait pas. Les pays d'Asie qui accumulent des excédents et les pays producteurs de pétrole devront contribuer davantage à l'activité économique mondiale en augmentant leurs dépenses et en diminuant leur épargne, de façon à réduire leur excédent courant.

Cette évolution sera encouragée par les forces du marché. La transition a de bonnes chances de s'opérer en douceur, mais le risque demeure qu'elle survienne de manière soudaine et désordonnée. Il n'est pas rare que les marchés financiers se réorientent brusquement quand les risques perçus se modifient. En pareil cas — le plus récent étant celui de la crise de change de 1997-1998 en Asie, qui s'est ensuite propagée à la Russie et à l'Argentine —, les conséquences peuvent être néfastes et se faire sentir bien au-delà de leur point d'origine. Il arrive fréquemment que les marchés financiers surréagissent et amplifient une tendance au-delà de ses limites raisonnables, ou soutenables, et souvent aussi que le renversement destiné à corriger cette erreur aille trop loin en sens inverse. Plus les déséquilibres mondiaux actuels persisteront et s'accroîtront, plus grand sera le risque d'un renversement brutal.

Ce risque pourrait être atténué si les pouvoirs publics adoptaient des politiques favorisant une croissance économique intérieure équilibrée. Ceux-ci devraient, entre autres mesures : axer leurs efforts sur le maintien d'un ratio viable de la dette publique au PIB; promouvoir la flexibilité sur les marchés des biens, des services, du travail et des capitaux; mettre en place de solides filets de sécurité sociale qui élimineraient, pour les particuliers, la nécessité d'épargner des sommes considérables pour se prémunir contre la perte d'un emploi, la maladie ou l'indigence à la retraite; et veiller à l'établissement de systèmes financiers susceptibles d'offrir aux entreprises et aux ménages un accès adéquat au crédit. Une autre mesure utile serait l'adoption de régimes de change plus souples, susceptibles d'éloigner la menace protectionniste et d'encourager l'ajustement économique au sein des pays.

Ouvrages et articles cités

- Bernanke, B. (2005). « The Global Saving Glut and the U.S. Current Account », Washington, Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale (mars).
- De Rato, R. (2006). « Shared Responsibilities: Solving the Problem of Global Imbalances », discours prononcé à l'Université de Californie à Berkeley, Berkeley (Californie), le 3 février. Document accessible à l'adresse www.imf.org/external/np/speeches/2006/020306.htm.
- Eichengreen, B. (2004). « Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods », document de travail n° 10497, National Bureau of Economic Research.
- Freund, C. (2000). « Current Account Adjustment in Industrialized Countries », coll. « International Finance Discussion Papers », n° 692.
- Gourinchas, P.-O., et H. Rey (2004). « The Intertemporal Approach to the Financial Account », Université de Princeton, photocopie.
- (2005a). « International Financial Adjustment », document de travail n° 11155, National Bureau of Economic Research.
- (2005b). « From World Banker to World Venture Capitalist: The US External Adjustment and the Exorbitant Privilege », communication présentée au colloque du National Bureau of Economic Research intitulé « G-7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment », mai.
- Greenspan, A. (2000). « Remarks on video to the Herbert Stein Memorial Luncheon », National Association for Business Economics, Chicago, 13 septembre. Document accessible à l'adresse www.nabe.com/am2000/grnspnvid.htm.
- (2005). « Testimony before the U.S. Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs on the Federal Reserve Board's Semiannual Monetary Policy Report to the Congress », 16 février. Document accessible à l'adresse www.federalreserve.gov/boarddocs/hh/2005/february/testimony.htm
- Roubini, N. (2005). « Global Imbalances : A Contemporary Rashomon Tale with Five Interpretations ». Document accessible à l'adresse www.rgemonitor.com/blog/roubini/91200.
- Truman, E. (2005). « Postponing Global Adjustment: An Analysis of the Pending Adjustment of Global Imbalances », document de travail n° 05-6, Institute for International Economics.

La poursuite de cibles d'inflation : résumé du colloque tenu à la Banque du Canada les 28 et 29 avril 2005

Robert Amano et Raphael Solomon, département des Recherches

La Banque du Canada organise depuis 1990 des colloques économiques qui permettent aux membres de son personnel de présenter les résultats de leurs travaux et d'échanger des idées avec d'éminents chercheurs. Le colloque de 2005 était particulièrement important du fait qu'il portait sur certaines questions qui doivent être considérées en prévision du renouvellement, en 2006, de l'entente entre la Banque et le gouvernement concernant les cibles de maîtrise de l'inflation¹. Des questions de ce genre avaient d'ailleurs été à l'ordre du jour de chacun des colloques, tenus en 1993, 1997 et 2000, qui ont précédé la reconduction des cibles. Par exemple, le sujet de la stabilité des prix — sa définition, les coûts et les avantages s'y rattachant et l'élaboration de cibles explicites permettant de l'atteindre — a été abordé chaque fois. Des séances de colloques passés ont aussi été consacrées à des thèmes tels que les effets réels de l'inflation, l'incidence de l'inflation sur la croissance économique, la rigidité à la baisse des salaires nominaux et la forme de la courbe de Phillips dans un contexte de faible inflation².

Le colloque de 2005 a été l'occasion de porter un nouveau regard sur deux enjeux fondamentaux liés à

la conception d'un régime de cibles d'inflation : l'opportunité d'utiliser des cibles définies par rapport au niveau des prix plutôt que par rapport à l'inflation, et le taux d'inflation optimal à viser. Ces questions méritaient un réexamen en raison des progrès de la science économique et des changements subis par l'économie canadienne. En particulier, les avancées au chapitre des interprétations structurelles de la dynamique de l'inflation, comme la courbe de Phillips néokeynésienne, ainsi que les résultats de récentes études fondées sur des microdonnées et des enquêtes, ont révélé que la durée moyenne des contrats de prix est beaucoup plus courte qu'on ne le pensait. Des méthodes de contrôle robustes permettent aujourd'hui aux décideurs publics d'envisager l'éventualité que leurs modèles économiques soient erronés. Enfin, grâce au développement de la puissance de calcul, il est possible de mener des expériences comparatives à l'égard du bien-être au sein de modèles dynamiques d'équilibre général entièrement spécifiés.

Le colloque de 2005 a été l'occasion de porter un nouveau regard sur deux enjeux fondamentaux liés à la conception d'un régime de cibles d'inflation : l'opportunité d'utiliser des cibles définies par rapport au niveau des prix plutôt que par rapport à l'inflation, et le taux d'inflation optimal à viser.

1. Dans le cadre d'une entente conclue avec le gouvernement fédéral en 1991, la Banque du Canada a adopté une série de cibles d'inflation explicites. La cible actuelle, définie par rapport au taux de variation annuel de l'indice des prix à la consommation (IPC), correspond au point médian de 2 % d'une fourchette dont les limites sont de 1 et de 3 %. La Banque cherche à ramener l'inflation à ce taux à un horizon de six à huit trimestres. Pour de plus amples renseignements sur le régime de cibles d'inflation de la Banque, consulter le site Web de l'institution, à l'adresse www.banqueducanada.ca/fr/monetaire/inflation_cible.html.

2. Les études et les commentaires s'y rapportant peuvent être consultés dans le site Web de la Banque (www.banqueducanada.ca). Les actes du colloque seront publiés en 2006.

D'autre part, les mutations que connaît l'économie canadienne justifient que l'on poursuive les recherches sur le régime de cibles d'inflation appliqué par la Banque. La persistance de l'inflation a considérablement diminué, restreignant d'autant la capacité des modèles à prévoir l'évolution des prix. Le taux de change du dollar canadien par rapport à son pendant américain et les prix de certains actifs canadiens affichent une volatilité accrue, ce qui soulève des questions quant au rôle que doit jouer la politique monétaire en pareilles circonstances. Enfin, pendant les années 2000, les taux d'intérêt canadiens ont chuté à leur plus bas niveau en plus d'une génération.

C'est avec grand plaisir que la Banque a accueilli à son colloque de 2005 un groupe d'auteurs et de commentateurs de renom qui ont débattu de ces questions et d'autres sujets, dont la dynamique de l'inflation, l'inflation du prix des actifs et les communications relatives à la politique monétaire. À la différence des années précédentes, la Banque a invité des experts à donner leur point de vue sur les sujets à l'étude lors des différentes séances, plutôt que sur les travaux présentés. En outre, deux conférenciers réputés ont fait part de leurs réflexions sur la poursuite de cibles d'inflation. Christopher Ragan a traité des défis futurs, tandis que Frederic Mishkin, qui avait été invité à prononcer la conférence commémorative John Kuszczak de 2005, a soulevé une série de questions importantes.

Première séance : La poursuite de cibles d'inflation au Canada

Dans son étude, intitulée « The Road Ahead for Canadian Inflation Targeting », **Christopher Ragan** (Banque du Canada et Université McGill) avance des arguments en faveur du renouvellement du régime actuel de cibles d'inflation.

Ragan évalue d'abord les résultats du régime appliqué au Canada. L'inflation a été stable, s'établissant en moyenne à près de 2 %, et est presque toujours demeurée à l'intérieur de la fourchette visée depuis l'adoption par la Banque des cibles d'inflation. Il semble en outre que la poursuite de cibles ait exercé un effet stabilisateur sur l'économie, en aidant à atténuer le cycle conjoncturel et à augmenter la croissance. Ragan note également que la politique monétaire est crédible : les taux d'inflation attendus dans le secteur privé ont avoisiné 2 % pendant la majeure partie de la période écoulée depuis 1993. Cet ancrage solide des attentes résulte directement de la

clarté des communications. La transparence du régime de cibles d'inflation a permis aux marchés de mieux comprendre comment la Banque réagit aux résultats économiques anticipés.

Ragan propose deux aménagements qui pourraient être apportés au régime en place : i) une réduction du taux d'inflation visé; ii) le passage d'une cible d'inflation à une cible de niveau des prix. Il convient que de plus amples recherches sont nécessaires pour établir si de telles modifications seraient favorables au bien-être. En outre, il juge important que les banques centrales communiquent mieux avec le public, et suggère en particulier que la Banque du Canada mette moins l'accent sur la transmission de signaux à court terme (concernant par exemple ses intentions ou la trajectoire projetée des taux directeurs) pour se concentrer davantage sur la sensibilisation du public à long terme (en expliquant ce qui motive ses décisions de politique monétaire), cela afin que le public comprenne encore mieux le processus de formulation de la politique monétaire. Il mentionne trois points qui restent à clarifier auprès du public : le caractère imprécis de l'action de la politique monétaire; les longs délais de transmission qui la caractérisent; et l'incidence des chocs pétroliers sur la politique monétaire.

Deuxième séance : La dynamique de l'inflation

Bien que la courbe de Phillips néokeynésienne soit souvent utilisée dans la littérature comme modèle structurel du comportement de l'inflation à court terme, elle est plus ou moins bien étayée sur le plan empirique. Les deux études présentées au cours de cette séance mettent en avant de nouvelles méthodologies pour examiner la validité de cette courbe dans le cas du Canada.

Bergljot Bjørnson Barkbu et **Nicoletta Batini** (Fonds monétaire international) emploient une nouvelle méthode qui tient compte des effets de la non-stationnarité des variables pour estimer la courbe de Phillips néokeynésienne. Les auteures concluent que la dynamique de l'inflation, mesurée par le dégonfleur du produit intérieur brut (PIB) canadien, peut s'expliquer par les variations de la part du travail dans le PIB, mais que le lien entre ces deux variables n'est pas très robuste. Barkbu et Batini ont constaté que leurs résultats étaient sensibles à la mesure de la part du travail (en ce qui concerne, par exemple, le traitement des impôts indirects, le degré d'ouverture de l'économie,

l'importance relative des travailleurs autonomes et l'inclusion ou non du secteur public). **Günter Coenen** (Banque centrale européenne) se demande pourquoi l'on s'attend à ce qu'il existe une relation à long terme entre l'inflation, qui est une variable nominale, et le coût marginal réel, une variable réelle. Il soutient qu'il serait plus approprié de considérer les variables examinées comme stationnaires. Il présente aussi des résultats empiriques provenant d'un modèle général de détermination des prix, estimé à l'aide de données canadiennes, lesquels confirment la principale conclusion de Barkbu et Batini.

Les auteurs de la seconde étude, **Robert Amano** et **Stephen Murchison** (Banque du Canada), obtiennent des résultats nettement favorables à la courbe de Phillips néokeynésienne en utilisant l'indice de référence retenu par la Banque pour mesurer l'inflation fondamentale, en levant l'hypothèse d'une cible d'inflation constante dans le temps et en employant une mesure plus générale du coût marginal réel, qui permet de tenir compte, dans la fonction de production, des coûts d'ajustement du facteur travail et du rôle explicite des biens intermédiaires importés. Les résultats de leurs estimations cadrent avec la durée des contrats de prix révélée par les enquêtes (deux ou trois trimestres) et avec les autres propriétés statistiques de l'inflation. Leurs résultats montrent également que l'inflation attendue joue un rôle plus important que l'inflation passée, une conclusion partagée par Barkbu et Batini. Malgré ces bons résultats, Amano et Murchison ne sont pas parvenus à expliquer pourquoi la persistance de l'inflation a fortement diminué depuis le début des années 1990 alors que celle du coût marginal réel s'est maintenue. **Jean Boivin** (Université Columbia) souligne que les résultats en faveur du modèle d'inflation des économistes néokeynésiens tiennent en grande partie au choix de la mesure plus générale du coût marginal réel et au fait que la cible d'inflation n'est pas constante. Il suggère aux auteurs de pousser plus loin leur modèle en estimant conjointement la cible d'inflation et l'équation d'inflation.

Bien que ces deux études tendent à corroborer la validité de la courbe de Phillips néokeynésienne, **Sharon Kozicki** (qui travaillait à l'époque à la Banque fédérale de réserve de Kansas City, mais qui s'est jointe depuis à la Banque du Canada) affirme que d'autres analyses de la mesure de l'inflation, des attentes d'inflation et du coût marginal devront être effectuées avant que l'on puisse conclure que cette courbe de Phillips est un bon modèle structurel de

l'inflation au Canada. Elle fait également remarquer que, bien qu'une politique monétaire axée sur une cible d'inflation constante et crédible puisse éliminer la persistance de l'inflation, d'autres sources d'inertie demeurent.

Troisième séance : Les prix des actifs et la politique monétaire

Les récents débats concernant les prix des actifs ont été centrés sur deux questions. Les fortes fluctuations que ces prix enregistrent peuvent-elles influencer sur l'économie réelle? Les banques centrales ayant adopté une cible d'inflation devraient-elles réagir directement à l'évolution des prix des actifs? Les exposés présentés durant cette séance examinent les implications pour la politique monétaire : i) des effets frontières³ découlant de la volatilité du taux de change nominal; et ii) du modèle de l'« accélérateur financier » de Bernanke, Gertler et Gilchrist — le mécanisme par lequel une variation marquée des prix des actions se répercute sur la situation financière des entreprises et des ménages et, par conséquent, sur les flux de crédit, l'investissement et la consommation.

Steven Globerman et **Paul Storer** (Université Western Washington) montrent que la volatilité du taux de change Canada-États-Unis s'est accentuée depuis 1997 et que ce phénomène s'est accompagné dans le même temps d'une augmentation de l'effet frontière. Ils estiment que la poursuite de cibles d'inflation pourrait avoir contribué à limiter la répercussion des variations de change sur les prix et ainsi amené la banque centrale à réduire le poids qu'elle accorde implicitement à ces variations — même si les coûts liés à la volatilité du taux de change sont restés inchangés. Les auteurs soutiennent donc que, si ces coûts n'ont pas varié, la banque centrale doit réévaluer l'importance qu'elle attache à cette volatilité. **Lucie Samson** (Université Laval) s'interroge sur la mesure dans laquelle le renforcement de l'effet frontière est attribuable à la volatilité accrue du taux de change et au degré réduit de répercussion des mouvements de change, ou à un facteur exogène comme une hausse des coûts de transaction. Elle met en garde contre une focalisation excessive sur le rôle de l'adoption de cibles d'inflation pour expliquer les variations de change et leur degré de répercussion. Selon elle, une

3. Écarts que l'on observe entre les prix (exprimés dans une monnaie commune) pratiqués dans des villes situées de part et d'autre de la frontière et qui ne peuvent s'expliquer par l'éloignement.

faible répercussion des variations de change, un taux d'inflation bas et stable et une volatilité élevée du taux de change sont compatibles avec des modèles qui comportent des salaires nominaux rigides, des coûts d'étiquetage, des prix différenciés selon les marchés ou des investisseurs non fondamentalistes.

Robert Tetlow (Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale des États-Unis) étoffe la structure du modèle de Bernanke, Gertler et Gilchrist afin d'enrichir le mécanisme de propagation dynamique, ce qui assure une meilleure cohérence du modèle avec les données. Il utilise celui-ci pour calculer le poids optimal que la banque centrale devrait accorder aux fluctuations des prix des actions dans sa règle de politique monétaire. Il tient compte aussi de l'incertitude du modèle en postulant que la banque centrale ne connaît que la fourchette dans laquelle se situe le taux de variation des prix des actions. Il constate qu'une règle qui intègre l'inflation attendue et qui commande une réaction directe aux fluctuations de ces prix ne permet de réduire que faiblement la volatilité de l'inflation et de la production. D'après ces résultats, il ne serait donc pas nécessaire que la politique monétaire réagisse directement aux bulles de prix d'actifs.

Klaus Schmidt-Hebbel (Banque centrale du Chili) signale que le niveau extraordinairement élevé des coefficients de réaction optimaux dans la règle de politique monétaire de l'auteur laisse soupçonner une mauvaise spécification du modèle. Il fait en outre observer que la bulle boursière est simplement définie comme une variation des prix des actions. Selon lui, Tetlow devrait plutôt la définir comme un écart des prix des actions par rapport à leurs valeurs fondamentales et utiliser une méthode de contrôle robuste qui permet de prendre en compte l'incertitude autour de ces valeurs.

Il n'est pas nécessaire que la politique monétaire réagisse directement aux bulles de prix d'actifs.

Philip Lowe (Banque de réserve d'Australie) met en doute l'hypothèse de Gliberman et Storer selon laquelle la poursuite de cibles d'inflation accroît la volatilité du taux de change, car il n'en a pas été ainsi en Australie.

Il estime qu'une question plus intéressante est celle de savoir comment les banques centrales devraient réagir à une dépréciation du taux de change qui s'accompagne d'une baisse des termes de l'échange. Dans un tel cas, l'inflation augmenterait à l'horizon de court terme généralement retenu par les autorités monétaires, mais elle diminuerait ensuite, à mesure que les effets négatifs de la détérioration des termes de l'échange se feraient sentir. Par ailleurs, Lowe est d'accord avec la conclusion de Tetlow voulant que la banque centrale ne devrait pas réagir directement aux fluctuations des prix des actions, mais son opinion n'est pas encore arrêtée dans le cas des prix des biens immobiliers. Ces biens sont davantage utilisés que les actions pour garantir des emprunts, de sorte qu'une envolée des prix immobiliers pourrait très bien coïncider avec une forte progression des emprunts et des dépenses de consommation. Il se demande également si le type de modèle utilisé par Tetlow n'est pas trop simple : les bulles de prix d'actifs, qui peuvent être financées par des emprunts, y sont en effet considérées comme exogènes, si bien qu'elles ne sont pas influencées par les taux directeurs de la banque centrale. Il rappelle que ces bulles peuvent être déclenchées par des chocs d'offre favorables qui stimulent la croissance et font diminuer l'inflation. En pareille situation, une hausse du taux directeur pourrait être envisagée pour restreindre l'activité afin d'éviter qu'une chute rapide de celle-ci ne fasse descendre l'inflation à moyen terme encore plus bas sous la cible. Lowe conclut que la tâche des banques centrales serait plus facile si elles pouvaient convaincre le public que le taux d'inflation prévu correspond à la cible et que l'horizon qu'elles se fixent pour atteindre celle-ci ne représente qu'un aspect de la poursuite de cibles d'inflation.

Quatrième séance : Conférence commémorative John Kuszczak

Dans le cadre de la conférence commémorative John Kuszczak⁴, **Frederic Mishkin** (Université Columbia) examine cinq questions importantes touchant la poursuite de cibles d'inflation. La poursuite de cibles améliore-t-elle la tenue de l'économie? Permet-elle de stabiliser à la fois l'inflation et la production? Une banque centrale peut-elle faire preuve d'une trop grande transparence? Une cible de niveau des prix

4. Cette conférence annuelle a été instaurée en 2003 à la mémoire de John Kuszczak, un chercheur de la Banque du Canada décédé en 2002.

serait-elle préférable à une cible d'inflation? Une cible ponctuelle serait-elle préférable à une fourchette cible?

Mishkin cite diverses statistiques et études à l'appui de l'existence d'une relation positive entre la poursuite de cibles d'inflation et la tenue de l'économie. Il signale toutefois que cette relation positive est moins probante qu'elle ne paraît à première vue et que les résultats économiques des pays n'ayant pas de cible explicite, comme les États-Unis et l'Allemagne, ont été aussi bons que ceux des autres pays. Il fait également remarquer qu'il est possible que les pays à forte inflation aient davantage tendance à adopter des cibles pour réduire l'inflation. Par conséquent, la corrélation positive entre la poursuite de cibles d'inflation et la tenue de l'économie traduit peut-être la présence d'un biais d'endogénéité. Mishkin conclut que la création d'un solide point d'ancrage nominal est un argument de poids en faveur de l'adoption de cibles d'inflation.

En ce qui concerne le deuxième point, Mishkin souligne qu'un cadre flexible de poursuite de cibles d'inflation, où les autorités ramènent l'inflation au taux visé à l'intérieur d'une période donnée, permet de stabiliser à la fois l'inflation et la production. C'est ce que font dans la pratique presque toutes les banques centrales qui se sont dotées d'une cible d'inflation. Quant à la question de savoir si la transparence d'une banque centrale peut être excessive, Mishkin soutient qu'il faut trouver un équilibre entre la transparence et la simplicité des communications. Contrairement à d'autres chercheurs, il estime que le dévoilement de l'orientation projetée de la politique monétaire ou de la fonction objectif de la banque centrale peut compliquer les communications et détourner celle-ci des objectifs à long terme qui doivent guider la conduite de la politique monétaire.

La poursuite d'une cible de niveau des prix a pour grand avantage de réduire les attentes de déflation en amenant les agents à anticiper une inflation élevée. Les taux d'intérêt réels s'en trouvent diminués dans le court terme.

Pour ce qui est du quatrième point, Mishkin admet que son scepticisme à l'égard des cibles de niveau des

prix s'est atténué depuis cinq ans. Il évoque à ce propos la situation observée au Japon, qui tend à démontrer qu'une cible de ce genre peut servir à combattre efficacement la déflation. La poursuite d'une cible de niveau des prix a pour grand avantage de réduire les attentes de déflation en amenant les agents à anticiper une inflation élevée. Les taux d'intérêt réels s'en trouvent diminués dans le court terme, ce qui permet à la banque centrale d'éviter la contrainte que lui impose l'existence d'une borne inférieure limitant les taux d'intérêt nominaux à zéro. En conclusion, Mishkin préconise de poursuivre une cible d'inflation en dehors des périodes de déflation, car elle est plus facile à communiquer.

Mishkin reconnaît qu'il s'est complètement ravisé en ce qui a trait au dernier point. Cinq ans auparavant, il prônait le recours à une cible ponctuelle plutôt qu'à une fourchette, mais il recommande maintenant le contraire, pour plusieurs raisons. Une fourchette offre deux avantages : souplesse — ce que les politiciens apprécient toujours — et simplicité, ce qui la rend plus facile à mettre en œuvre et à expliquer. Enfin, des analyses comparatives montrent que l'établissement d'une fourchette cible peut conduire à un niveau de bien-être très voisin de l'optimum social, au prix d'une volatilité de l'inflation et de la production à peine supérieure.

Cinquième séance : Borne inférieure limitant les taux d'intérêt nominaux à zéro

Francisco Ruge-Murcia (Université de Montréal) étend le modèle de courbe de rendement fondé sur l'hypothèse relative aux attentes, exposé par Cox, Ingersoll et Ross (1981), pour tenir compte de la borne inférieure limitant les taux d'intérêt nominaux à zéro. Le modèle ainsi modifié introduit des non-linéarités dans la courbe de rendement. L'idée maîtresse de l'étude de Ruge-Murcia est que les courbes de rendement linéaire et non linéaire donnent des prédictions presque identiques pour les taux à long terme lorsque ceux-ci sont éloignés de la borne du zéro, mais des prédictions tout à fait opposées quand ils se situent près de zéro. Sur la base de ce résultat, Ruge-Murcia définit de la façon suivante l'expression « près de zéro » : le taux d'intérêt n'est « près de zéro » que si la courbe de rendement non linéaire produit des prédictions significativement différentes de celles tirées de la courbe linéaire. En appliquant cette définition à l'examen des taux canadiens des dix dernières années,

lesquels ne sont pas tombés en deçà d'environ 2 %, il conclut que ceux-ci n'ont jamais été près de zéro durant cette période.

Dans son commentaire, **Peter Ireland** (Boston College) rappelle que, dans un travail antérieur, Ruge-Murcia avait appliqué son modèle au Japon et conclu que les taux d'intérêt pratiqués dans ce pays se situaient près de zéro selon sa définition. Toutefois, il existe une distinction importante entre les politiques monétaires japonaise et canadienne : la Banque du Canada vise un taux d'inflation de 2 %, alors que la Banque du Japon semble avoir pris pour cible un taux d'inflation nul. Ireland en conclut qu'une cible plus élevée réduit la probabilité que les taux d'intérêt s'établissent près de zéro. Il propose par conséquent que Ruge-Murcia élargisse son analyse à plus de deux pays.

Sixième séance : Conséquences sur le bien-être

Les deux exposés présentés au cours de cette séance traitent de questions touchant l'inflation et le bien-être dans le cadre de modèles macroéconomiques d'équilibre général.

Eva Ortega (qui travaillait à la Banque du Canada au moment du colloque, mais qui est retournée depuis à la Banque d'Espagne) et **Nooman Rebei** (Banque du Canada) étendent le cadre d'analyse de la nouvelle macroéconomie ouverte à une économie à deux secteurs et estiment le modèle ainsi obtenu à l'aide de techniques bayésiennes. Dans le contexte de ce modèle, les auteurs passent en revue divers types de règles de politique monétaire simples en cherchant à établir lesquelles maximisent le bien-être économique. Ortega et Rebei se penchent d'abord sur la règle optimale, qui réagit fortement à l'inflation mais nullement à l'écart de production. Ils étudient ensuite quelques mesures possibles pour la cible. Ils constatent l'existence d'un arbitrage crucial : en prenant pour cible l'inflation dans le secteur des biens non échangeables plutôt que l'inflation globale, on augmente davantage le bien-être, mais on accroît aussi l'incertitude macroéconomique. Enfin, Ortega et Rebei analysent des règles hybrides, où le niveau des prix et le taux d'inflation sont tous deux pris pour cibles. Leurs résultats ne sont pas concluants, car le bien-être est fondamentalement insensible aux modifications des paramètres de ces règles hybrides.

Craig Burnside (Université Duke) soulève deux points dans son commentaire. D'abord, il déplore que l'analyse

des règles optimales n'ait pas été effectuée dans un cadre où l'engagement à les respecter peut être problématique, puisque la capacité à s'engager envers une règle de politique monétaire peut influencer sur le choix même de la règle. Ensuite, il rappelle que la critique de Lucas peut également s'appliquer à des modèles d'équilibre général; si le modèle est mal spécifié, il ne convient pas à l'analyse des politiques. Pour remédier au problème, Burnside propose que les auteurs étudient plus à fond les propriétés cycliques de leur modèle, à la fois aux niveaux macroéconomique et sectoriel. Si le modèle offre de fait une bonne représentation de l'économie canadienne, ses conclusions touchant la politique monétaire seront valables.

Kevin Moran (Université Laval) apporte deux modifications importantes à la version calibrée du modèle macroéconomique standard. D'abord, il y introduit la monnaie au moyen d'une contrainte (partielle) de liquidité, une spécification qui confère une plus grande souplesse que l'inclusion de la monnaie dans la fonction d'utilité. Ensuite, il postule que les agents n'observent qu'imparfaitement les changements de la cible d'inflation de la banque centrale et qu'ils doivent recourir à une révision bayésienne. À l'aide de ce modèle, Moran examine les gains de bien-être que l'on obtient en ramenant la cible d'inflation de 2 % à zéro. La comparaison des deux états stationnaires indique que ces gains sont substantiels, mais que les coûts d'apprentissage sont également élevés. Les agents mettent un an à se rendre compte que la cible est descendue à 1 %, et près de quatre ans à se convaincre que la cible n'est plus que de un demi de 1 %. Avant qu'ils finissent par admettre que la cible est tombée à zéro, il s'écoulera encore beaucoup de temps. Le bien-être augmente au total, même si l'on tient compte de la possibilité d'apprentissage, et ce résultat s'observe sous diverses spécifications du modèle, notamment en ce qui a trait à la formation d'habitudes, aux rigidités salariales et à des formalisations différentes de la contrainte de liquidité.

Andrew Levin (Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale des États-Unis) fait remarquer que le taux d'inflation de régime permanent optimal peut différer du taux d'inflation moyen optimal si la distribution des chocs macroéconomiques est asymétrique, en raison de la présence de la borne limitant les taux d'intérêt nominaux à zéro. À ce propos, il juge cependant important d'analyser les effets liés au canal du crédit et les implications d'une indexation incomplète, que ce soit des salaires, des prix ou des tranches de l'impôt

sur le revenu. Levin s'interroge aussi sur la capacité des modèles à recréer les périodes passées de désinflation. Enfin, il souligne le rôle que peuvent jouer la crédibilité et la communication pour réduire les coûts de la transition vers la désinflation sur le plan du bien-être.

Dans son commentaire, qui porte à la fois sur les deux études, **Vitor Gaspar** (Banque du Portugal) évoque le principe de Hume⁵, qui, sans proscrire l'analyse des politiques dans des modèles macroéconomiques, invite du moins à la prudence. Par ailleurs, il est préoccupé par le fait que les deux auteurs ont postulé de manière ad hoc des règles de politique monétaire simples, plutôt que des règles plus générales susceptibles de procurer un bien-être plus élevé.

Septième séance : Débat de clôture

Paul Beaudry (Université de la Colombie-Britannique) examine quatre questions à la lumière des études présentées au colloque. Premièrement, pourquoi une banque centrale devrait-elle adopter des cibles d'inflation si son objectif est de favoriser une stabilité monétaire et financière propice au bien-être économique? La poursuite de cibles d'inflation est-elle la meilleure politique à suivre? Au cours des quinze dernières années, les résultats au chapitre de la croissance économique ou de l'inflation enregistrés par les pays industrialisés ayant des cibles explicites n'ont guère été différents de ceux des pays comparables qui n'en avaient pas. Les faits portent donc à croire que d'autres politiques peuvent être tout aussi efficaces pour promouvoir le bien-être économique.

Deuxièmement, quels sont les avantages et inconvénients de cibles définies à l'égard de l'inflation plutôt que du niveau des prix? La poursuite de cibles d'inflation facilite la planification à moyen terme, en donnant aux gens la possibilité de signer des contrats pluriannuels. Le ciblage du niveau des prix favorise plutôt la planification à long terme, en permettant aux gens de se constituer une épargne en vue de la retraite sans craindre que l'inflation ne vienne en éroder la valeur. Beaudry fait observer que pour bien analyser cette question, il faudrait modéliser les incitations à planifier sur le long terme.

5. Principe formulé par David Hume, en 1739, selon lequel un énoncé normatif ne doit pas être déduit d'un énoncé descriptif.

Le ciblage du niveau des prix favorise plutôt la planification à long terme, en permettant aux gens de se constituer une épargne en vue de la retraite sans craindre que l'inflation ne vienne en éroder la valeur.

Troisièmement, quel taux d'inflation convient-il de choisir comme cible? Un taux de 2 % est-il préférable à un autre? Quels seraient les coûts d'un abaissement de la cible? Beaudry met en relief le paradoxe auquel sont confrontées les autorités monétaires. D'une part, si la borne inférieure limitant les taux d'intérêt nominaux à zéro n'est pas problématique dans le cas d'un éventail de cibles d'inflation qui avoisinent 2 %, une réduction de la cible pourrait s'accompagner d'une amélioration des conditions économiques. D'autre part, l'immobilisme peut être une importante option à considérer; si la transition vers une nouvelle politique s'annonce coûteuse, le maintien de la politique existante sera peut-être plus avantageux.

Enfin, Beaudry s'interroge sur le cadre de réalisation de la cible. La façon la plus courante d'atteindre cette dernière est d'appliquer une règle de rétroaction qui spécifie comment ajuster les taux d'intérêt en fonction de différents résultats économiques. L'inflation et la production sont les éléments que comprend habituellement une règle de rétroaction (règle de Taylor). Une nouvelle question digne d'intérêt est celle de savoir si les autorités monétaires doivent réagir à l'évolution des prix des actifs. Beaudry convient avec Tetlow que cela n'est pas souhaitable. Il souligne toutefois que les fluctuations du cycle économique sont le plus souvent liées à des perturbations non monétaires, si bien que la Banque devrait avoir une position claire quant à la façon dont elle entend réagir aux chocs autres que monétaires.

Pierre Duguay (Banque du Canada) aborde pour sa part deux sujets : la cible d'inflation et les défis à relever pour l'atteindre. Traitant du premier, il signale que le fait que le régime en place ait réussi à ancrer les attentes d'inflation et à atténuer les fluctuations devrait encourager les autorités à accomplir de nouveaux progrès sur la voie de la stabilité des prix. Lorsque la cible d'inflation a été renouvelée la dernière fois, en mai 2001, des arguments théoriques militaient en faveur

d'une réduction du taux visé, mais les avantages étaient difficiles à quantifier. Depuis, des modèles théoriques de recherche (mis au point par Shi, Wright et d'autres) ont de plus en plus été utilisés pour quantifier les gains de bien-être obtenus sous différents régimes. Moran a employé un modèle dynamique d'équilibre général plus traditionnel. Tous les modèles indiquent qu'une réduction de la cible serait avantageuse. Ragan souligne que la seule façon de quantifier les gains est d'utiliser un modèle dynamique d'équilibre général faisant intervenir plusieurs secteurs et des prix relatifs. Ortega et Rebei ont fait un premier pas significatif dans cette direction. Le défi, pour les banquiers centraux, consiste à déterminer quel modèle reproduit le mieux la réalité et à en communiquer clairement les résultats au public et au gouvernement.

Le défi, pour les banquiers centraux, consiste à déterminer quel modèle reproduit le mieux la réalité et à en communiquer clairement les résultats au public et au gouvernement.

Duguay est d'accord avec Ragan pour dire que la certitude à l'égard des prix à long terme est une question trop importante pour que l'on rejette l'option de cibles basées sur le niveau des prix sans en évaluer soigneusement les coûts et les avantages. Il était traditionnellement admis que la poursuite de telles cibles amènerait une variabilité accrue de l'inflation, de la production et des taux d'intérêt nominaux. De nouvelles études montrent plutôt que cette variabilité peut être atténuée en régime de ciblage du niveau des prix si les agents sont tournés vers l'avenir et si la politique monétaire est crédible. Lorsque la demande s'accroît, le niveau des prix dépasse la cible, et le fait que les agents s'attendent à ce qu'il y revienne pousse à la hausse les taux d'intérêt réels et contribue à freiner la demande, ce qui, au bout du compte, exige un ajustement moindre des taux d'intérêt nominaux. Le contraire se produit dans le cas d'un choc entraînant la contraction de l'activité. Le ciblage du niveau des prix confère ainsi une plus grande latitude pour mener la politique monétaire sans faire tomber les taux d'intérêt à zéro. En présence d'un choc d'offre, toutefois, l'arbitrage

entre la stabilisation de la production et celle des prix (disparu grâce au régime crédible de cibles d'inflation) est susceptible de réapparaître.

Duguay mentionne que trois des principaux défis associés à la conduite de la politique monétaire sont les variations des prix des actifs, le degré de répercussion de plus en plus faible des mouvements de change sur les prix, et la persistance moindre de l'inflation. Au sujet du premier, il rappelle le point de vue de Tetlow selon lequel les autorités monétaires, dans des circonstances normales, ont peu à gagner à réagir aux variations des prix des actifs pour des motifs autres que les stricts effets de celles-ci sur l'inflation prévue. Il estime cependant que Tetlow n'apporte pas de réponse claire à la question qui suscite des débats dans le milieu des banques centrales, à savoir s'il convient de s'accorder un délai plus long pour atteindre la cible lorsqu'on est en présence d'un choc de prix d'actifs « non fondamental ». Compte tenu de notre capacité limitée d'établir des prévisions au-delà d'un horizon de 18 mois et de prédire l'éclatement d'une bulle, il serait imprudent, conclut Duguay, de renoncer à atteindre la cible dans un délai de six à huit trimestres en espérant obtenir de meilleurs résultats plus tard.

Duguay commente ensuite la question du degré de répercussion de plus en plus faible des mouvements de change. Comme Globerman et Storer l'ont indiqué, il est possible que ce phénomène résulte en partie de l'intensification du commerce intra-entreprise et intrasectoriel, étant donné que les incidences des fluctuations de change sur les revenus et les coûts des entreprises s'annulent mutuellement. Cela pourrait aussi expliquer la variabilité accrue des taux de change; en effet, des fluctuations plus amples sont nécessaires pour qu'il y ait réallocation des ressources si certains secteurs ne sont pas sensibles aux variations de change. Duguay se demande s'il existe un lien entre la répercussion moindre des hausses d'autres coûts (ceux de l'énergie et des matières premières) et la variabilité plus prononcée des prix relatifs maintenant que l'inflation est maîtrisée.

Au sujet de la réduction de la persistance de l'inflation, Duguay soutient que la grande innovation apportée par les études sur la courbe de Phillips néokeynésienne est la reconnaissance du rôle que le comportement de la banque centrale et l'apprentissage des agents jouent à l'égard de cette persistance. Il opine que l'énigme mise en lumière par Amano et Murchison (celle d'une persistance beaucoup moindre de l'inflation que du coût marginal) soulève des interrogations au sujet des

hypothèses qui sous-tendent la définition de la variable du coût marginal. La courbe de Phillips néokeynésienne élaborée par Amano et Murchison peut produire de meilleures prévisions de l'inflation que d'autres modèles plus populaires; cependant, l'extraction de « paramètres profonds » exige des manipulations arbitraires. Il est peut-être prématuré de conclure que la Banque possède de bons modèles d'inflation. Enfin, Duguay souligne que le cadre de la courbe de Phillips néokeynésienne ne rend pas compte de la relation fondamentale entre les pressions exercées par la demande et la croissance des salaires, un point qu'ont relevé Barkbu et Batini.

Peter Howitt (Université Brown) divise son exposé en deux parties : les leçons tirées, et celles qui restent à apprendre. Pour ce qui est de la première, il commence par mentionner que la stabilisation de l'inflation n'a pas rendu l'activité économique moins stable pour autant. L'étude de Ragan, fait-il remarquer, montre que la production réelle est moins volatile depuis que des cibles d'inflation ont été adoptées au Canada. Une variabilité inférieure de la production a aussi été observée aux États-Unis et dans d'autres pays qui sont parvenus à stabiliser leur inflation sans poursuivre de cibles explicites. Or, Howitt se serait attendu à ce que tel soit le cas seulement dans la mesure où la plupart des chocs étaient liés à la demande. Si les chocs d'offre prédominent, c'est donc qu'ils revêtent moins d'importance que ne le prétendent les théoriciens des cycles réels. Il se peut également qu'un régime de cibles d'inflation ait un pouvoir intrinsèque de stabilisation et qu'il atténue l'arbitrage requis entre la variabilité de la production et celle de l'inflation en présence de chocs d'offre. L'ancrage des attentes d'inflation permet à une économie d'absorber des chocs d'offre négatifs sans que se produise une hausse des salaires et des prix. Le fait qu'autant de pays connaissent des expériences similaires montre bien que l'effet réel défavorable de la stabilisation de l'inflation à un bas niveau est moins prononcé qu'on ne l'avait d'abord pensé. La poursuite de cibles d'inflation pourrait même constituer la meilleure façon de promouvoir une croissance stable.

Amano et Murchison ont expliqué que la persistance de l'inflation a commencé à diminuer dès la mise en œuvre du régime de cibles d'inflation, même si celle du coût marginal réel ne s'est pas, elle, amoindrie. Ces observations donnent à penser qu'un changement s'est opéré dans le processus de formation des attentes. Ce régime ayant permis d'ancrer les attentes d'inflation et, par le fait même, de limiter l'effet des chocs, la banque centrale peut, semble-t-il, se permettre de

réagir aux chocs d'offre par une politique plus expansionniste, sans que cela n'induisse de mouvement indésirable de l'inflation.

En outre, il n'y a pas lieu de se préoccuper du taux de change, car les mouvements de ce dernier ne nuisent pas nécessairement à l'efficacité de la politique de poursuite de cibles d'inflation. Le cours du dollar canadien par rapport au dollar américain a connu de fortes fluctuations depuis 1991, sans que la politique ne déraile pour autant. Globerman et Storer font observer que la transmission des variations de change, traditionnellement lente et graduelle au Canada, l'est devenue encore davantage sous le régime de cibles d'inflation. Ce fait laisse lui aussi supposer que les attentes sont bien ancrées.

Il n'y a pas lieu de se préoccuper du taux de change, car les mouvements de ce dernier ne nuisent pas nécessairement à l'efficacité de la politique de poursuite de cibles d'inflation.

Enfin, le succès de la politique appliquée dépend tout autant de la communication et de facteurs politiques que de la science économique proprement dite. Comme Ragan le souligne, la clarté du régime de cibles d'inflation facilite la communication, laquelle se traduit, à son tour, par des attentes plus précises. La communication contribue en outre à rendre plus transparents les changements apportés à la politique, et donc à renforcer la crédibilité de celle-ci. Lorsque de nouvelles données deviennent disponibles, les agents privés comprennent que la modification de la politique est motivée par l'arrivée de ces informations et ne résulte pas d'un changement de cap décidé subrepticement. Des considérations politiques entrent aussi en ligne de compte, puisque l'établissement de cibles d'inflation a nécessité l'accord du gouvernement. La poursuite de ces dernières procure toutefois à la Banque une certaine indépendance, qui accroît sa crédibilité. Selon Howitt, cela explique pourquoi les banques centrales qui ont adopté un régime de cibles d'inflation sont celles dont l'indépendance était la plus limitée au départ.

Howitt se tourne ensuite vers les questions qui restent à approfondir. On ne sait pas précisément pour quelles raisons le régime de cibles d'inflation fonctionne bien. Pourquoi les attentes en sont-elles venues à s'ancrer à la cible poursuivie? Pourquoi la persistance de l'inflation a-t-elle diminué? Bien que des modèles d'équilibre général dynamiques et stochastiques soient construits pour répondre à ces questions, des inconnues demeurent. Kozicki signale que, dans la plupart de ces modèles, les éléments les moins développés et les plus ad hoc sont les questions liées à la persistance de l'inflation (indexation, règle intuitive, persistance des habitudes, etc.). L'« apprentissage » est peut-être une piste intéressante en vue de générer de la persistance, mais les travaux sur le rôle de l'apprentissage dans les modèles d'équilibre général dynamiques et stochastiques en sont encore à l'état embryonnaire.

Une autre question importante est de savoir comment nous réussissons à naviguer aux instruments. Comment une banque centrale peut-elle formuler une politique si elle ne dispose pas d'indicateurs fiables des pressions inflationnistes? Une politique qui parvient à stabiliser l'inflation à un horizon de six à huit trimestres dans l'avenir rend l'inflation en soi orthogonale à l'information qui était disponible six à huit trimestres auparavant. La Banque devant intervenir sans l'avantage d'une rétroaction, il est possible qu'elle ne se rende pas compte immédiatement de la formation d'une spirale inflationniste. Il se peut également, si les attentes sont vraiment « figées » à la cible de 2 %, que la politique monétaire puisse profiter de cette inertie.

Il a été difficile de démontrer de façon convaincante que la réduction du taux d'inflation en deçà de 10 % est vraiment avantageuse. Les coûts de multiplication des déplacements n'ont jamais été quantitativement significatifs dans un monde où l'argent ne portant pas intérêt ne constituait qu'une petite fraction de la richesse. L'intérêt des modèles d'équilibre général dynamiques et stochastiques réside dans le fait que la monnaie, au-delà de sa simple fonction de réserve de valeur, joue un rôle dans le processus de détermination des prix; elle accentue les écarts entre taux marginaux de substitution qui découlent des modifications de prix à intervalles aléatoires. Ortega et Rebei montrent toutefois que même cette friction n'entraîne pas de très grandes pertes de bien-être. Howitt signale que d'autres frictions importantes au sein de l'économie, comme la non-indexation des contrats de prêt à long

terme, peuvent être à l'origine de coûts considérables. La non-indexation permet à l'inflation de faire obstacle à la conclusion de contrats qui, autrement, seraient mutuellement profitables, comme ceux visant les investissements à long terme. Le rôle joué par la non-indexation des systèmes fiscal et comptable doit faire l'objet de travaux plus approfondis. Davantage de principes concrets d'économie monétaire devront être intégrés dans les modèles pour que l'on puisse quantifier les avantages liés à la poursuite d'une cible d'inflation plus basse.

Conclusions

Trois grandes conclusions ressortent des nombreuses idées qui ont été exposées et débattues au colloque. La première, et la plus importante, est que le régime actuel de poursuite de cibles d'inflation semble bien fonctionner. Certaines études présentées au colloque fournissent cependant des arguments à l'appui d'une modification du cadre de maîtrise de l'inflation appliqué au Canada. La deuxième conclusion est que la communication est importante, mais doit demeurer simple. Et troisièmement, il est manifeste que plusieurs questions liées à la poursuite de cibles d'inflation restent à approfondir. Même si des travaux récents ont donné des résultats prometteurs en ce qui concerne les avantages potentiels du ciblage du niveau des prix, la façon dont la politique monétaire devrait réagir à l'évolution des prix des actifs et les gains à tirer d'une réduction de la cible d'inflation, ils ne permettent pas encore de recommander des mesures précises en matière de politique monétaire ou des changements significatifs au régime actuel. Les résultats obtenus sont néanmoins encourageants et mèneront sans aucun doute à une compréhension plus fine de la macroéconomie et de notre cadre de conduite de la politique monétaire dans l'avenir.

Les résultats obtenus sont encourageants et mèneront sans aucun doute à une compréhension plus fine de la macroéconomie et de notre cadre de conduite de la politique monétaire dans l'avenir.

Ouvrages cités et liste des études présentées au colloque

Les études citées dans le présent article paraîtront en 2006 dans les actes du colloque *La poursuite de cibles d'inflation*, tenu à la Banque du Canada en avril 2005.

Amano, R., et S. Murchison. « Factor-Market Structure, Shifting Inflation Targets, and the New Keynesian Phillips Curve ».

Bjørnson Barkbu, B., et N. Batini. « The New Keynesian Phillips Curve When Inflation Is Non-Stationary: The Case for Canada ».

Cox, J., J. Ingersoll et S. Ross (1981). « A Re-examination of Traditional Hypotheses about the Term Structure of Interest Rates », *Journal of Finance*, vol. 36, n° 4, p. 769-799.

Globerman, S., et P. Storer. « Exchange Rate Volatility, Pass-Through, Trade Patterns, and Inflation Targets ».

Hume, D. (1739). *Traité de la nature humaine*, Paris, Aubier Montaigne, 1946.

Mishkin, F. « The Inflation-Targeting Debate ».

Moran, K. « Learning and the Welfare Implications of Changing Inflation Targets ».

Ortega, E., et N. Rebei. « The Welfare Implications of Inflation versus Price-Level Targeting in a Two-Sector, Small Open Economy ».

Ragan, C. « The Road Ahead for Canadian Inflation Targeting ».

Ruge-Murcia, F. « The Zero Lower Bound on Interest Rates and Monetary Policy in Canada ».

Tetlow, R. « Monetary Policy, Asset Prices, and Misspecification ».

Tendances en matière de paiement de détail et résultats d'un sondage mené auprès du public

Varya Taylor, département des Opérations bancaires*

- *Bien que le recours accru au paiement électronique ait eu une incidence sur l'utilisation de l'argent liquide, le volume et la valeur des billets de banque en circulation ont continué d'augmenter.*
- *En 2004, la Banque du Canada a commandé un sondage national sur la propension du grand public à se servir de l'argent comptant comme moyen de paiement et réserve de valeur. Les résultats de ce sondage ont jeté un éclairage intéressant sur les habitudes de paiement des consommateurs et sur leurs perceptions face à l'argent liquide et à ses substituts. Il s'agissait également d'une occasion unique d'évaluer la confiance des Canadiens à l'égard de la sûreté des billets de banque.*
- *Des analyses statistiques indiquent que la demande de billets est étroitement liée au revenu, à l'âge, au niveau de scolarité, au sexe, à la fréquence d'utilisation des cartes de débit et de crédit ainsi qu'à la perception de commodité associée à l'argent comptant.*
- *À partir des résultats du sondage, on a élaboré un indice de confiance dans les billets de banque qui servira de point de comparaison pour les sondages futurs.*

* Cette étude, qui s'appuie sur l'analyse initiale de Kim McPhail, est le fruit des efforts conjoints de nombreux membres du personnel du département des Opérations bancaires, dont Chantal Ayotte, Patrizia Mion et des représentants de l'équipe chargée du Projet d'analyse de l'état de la contrefaçon. L'auteur remercie également Pierre Duguay et Sean O'Connor de leurs précieux commentaires et suggestions.

Les billets de banque demeurent un instrument de paiement et de réserve de valeur important au sein de l'économie canadienne¹. On dénombrait en 2005 1,5 milliard de billets en circulation; leur valeur globale s'établissait à 43 milliards de dollars, soit 1 700 \$ par adulte au pays². Au cours des dix dernières années, la valeur et le volume des billets en circulation ont crû à un taux annuel moyen de 5 et de 3 % respectivement.

Les principaux attributs de l'argent liquide — sa commodité et le fait qu'il soit accepté partout et jugé sûr par le public — expliquent pourquoi les Canadiens y recourent encore. Cela dit, les moyens de paiement se diversifient. La popularité croissante des cartes de crédit et, surtout, des cartes de débit a eu des répercussions sur l'utilisation d'espèces au point de vente. À cela s'ajoutent les nouvelles technologies de paiement offertes par des institutions financières ou non financières, qui élargiront vraisemblablement l'éventail des options dont disposera le consommateur dans l'avenir.

Compte tenu des tendances qui s'observent dans le domaine des paiements de détail, il est de plus en plus important que les banques centrales comprennent bien comment les billets de banque sont utilisés et perçus dans la société. La Banque du Canada a donc commandé un sondage afin d'évaluer certains des facteurs intangibles qui sous-tendent la demande de billets. Les résultats obtenus ont fourni des renseignements

1. Les termes « billets de banque », « argent liquide », « argent comptant » et « espèces » sont utilisés indifféremment dans le présent article et font référence uniquement aux billets émis par la Banque du Canada.

2. Si l'on exclut les coupures de 1, de 2 et de 1 000 \$, la valeur des billets en circulation tombe à 1 600 \$ par adulte au Canada.

utiles sur les habitudes et les perceptions du public en matière de paiement, et notamment sur les caractéristiques démographiques qui expliquent en partie les taux d'utilisation de l'argent liquide et des autres moyens de paiement.

Le sondage a aussi représenté une occasion unique de mesurer la confiance du public dans la sûreté des billets de banque. À partir des réponses données à des questions d'évaluation des attitudes face à la contrefaçon, la Banque a élaboré un indice qui lui permet de suivre l'évolution de la confiance dans la monnaie, la valeur initiale de cet indice constituant le point de référence.

Le présent article fait tout d'abord un tour d'horizon sur les billets de banque en circulation et les avancées réalisées par les instruments de paiement électroniques, en particulier les cartes de crédit et de débit. Il présente ensuite les principaux résultats du sondage en ce qui a trait aux réserves d'argent liquide, aux paiements en argent comptant par opposition aux paiements par carte, et à la confiance du public dans les billets de banque. On y explique enfin comment l'indice de confiance a été construit.

Billets de banque en circulation

Depuis sa création en 1934, la Banque du Canada est chargée d'émettre les billets de banque dont les consommateurs se servent quotidiennement. Elle met la monnaie à la disposition du public par l'intermédiaire des institutions financières, qui tiennent des comptes à la Banque et qui sont elles-mêmes approvisionnées par le système national de distribution des billets de banque. Ces institutions retournent également à la Banque toutes les coupures qu'elles jugent impropres à la circulation³. Le public peut retirer de l'argent aux guichets automatiques ou traditionnels des institutions financières. Tout au long de ce processus, la Banque veille en outre à ce que les billets en circulation soient d'une qualité acceptable et demeurent à l'épreuve de la contrefaçon.

Les Canadiens continuent d'utiliser des espèces comme mode de paiement et réserve de valeur, et ce, même s'ils règlent de plus en plus leurs achats par voie électronique. La présence persistante des billets

de banque tient aux avantages combinés que ces derniers procurent, et que les autres instruments de paiement n'arrivent pas encore à offrir. Voici en quoi ces avantages consistent.

- *La commodité.* L'argent liquide est facile à porter sur soi, accessible et relativement peu coûteux à utiliser. Il peut être traité rapidement lors d'une transaction et transféré d'une personne à une autre sans qu'il ne soit nécessaire de recourir à des appareils, de fournir des numéros d'identification personnels (NIP) ni de signer quoi que ce soit.

- *L'anonymat.* Les transactions au comptant n'exigent la divulgation d'aucun renseignement personnel et ne présentent aucun risque de vol d'identité.

- *Le cours légal.* Les billets émis par la Banque du Canada ont cours légal⁴ au pays, tout comme (dans une certaine mesure) les pièces frappées par la Monnaie royale canadienne.

- *La finalité du paiement.* L'utilisation de billets de banque garantit le caractère définitif du paiement une fois la transaction réglée.

- *La liquidité.* Étant aisément accepté comme moyen de paiement, l'argent comptant constitue l'actif le plus facilement convertible en biens, en services ou en autres avoirs financiers.

- *La confiance et l'acceptation.* La confiance dans l'argent liquide repose sur la crédibilité de la banque centrale en tant qu'institution capable de maintenir un taux d'inflation bas et stable (c.-à-d. de préserver le pouvoir d'achat de la monnaie) et de protéger les billets contre la menace de contrefaçon.

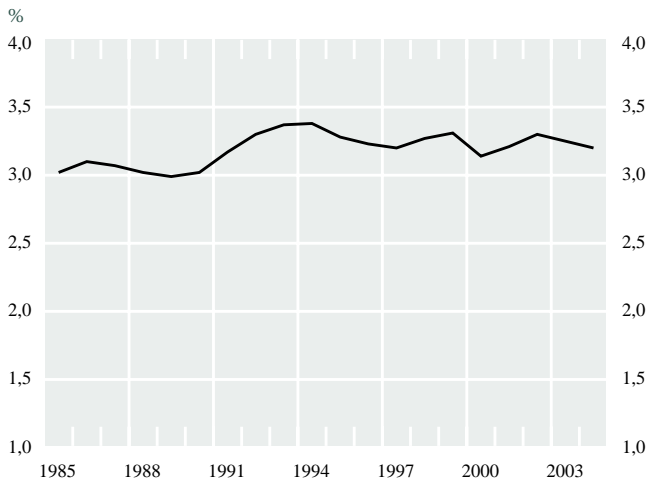
L'utilisation de l'argent comptant n'est pas comptabilisée dans un registre central. Une fois les billets mis en circulation, leur utilisation et leur distribution doivent être estimées, généralement par des sondages et des échantillonnages. Estimer la valeur des réserves de billets de banque au sein de l'économie équivaut en quelque sorte à assembler les pièces d'un casse-tête de 43 milliards de dollars, soit la valeur moyenne des billets en circulation en 2005. Les banques commerciales ne gardent en stock qu'une petite fraction (8 % environ) de la valeur totale des billets en circulation. Les résultats du sondage tendent à indiquer que les Canadiens adultes pourraient en détenir pas moins de 30 %. Les

3. Pour de plus amples renseignements sur le système de distribution des billets de banque du Canada, voir Bilkes (1997) ou consulter le site de la Banque à l'adresse www.banqueducanada.ca/fr/billets/fi.html.

4. Le cours légal d'une monnaie signifie que celle-ci a le pouvoir d'éteindre une dette. Cependant, les commerçants ne sont pas légalement tenus d'accepter de l'argent comptant comme paiement.

Graphique 1

Valeur des billets de banque en circulation, en pourcentage du produit intérieur brut De 1985 à 2004



billets restants, à l'exclusion des coupures perdues, détruites ou conservées à l'étranger, doivent être en la possession des détaillants, des entreprises autres que celles du secteur du détail (y compris les institutions de dépôt non bancaires, les bureaux de change, les sociétés d'encaissement de chèques et les casinos) et des ménages (dont seul un échantillon est représenté dans le sondage).

Bien que les données sur la distribution des réserves de monnaie et le flux des transactions au comptant soient des estimations, la Banque observe une hausse tendancielle du stock de billets en circulation. L'élévation des prix, la croissance de la population et l'expansion de l'activité économique sont parmi les facteurs qui expliquent la progression de la valeur des billets en circulation. Après correction des effets de l'inflation, cette valeur a crû, en termes réels, à un rythme annuel moyen de 3 % ces 20 dernières années, soit plus rapidement que la population. Le nombre de billets en circulation par habitant a donc aussi augmenté.

Au cours d'une année, la demande de billets de banque fluctue en fonction de l'évolution saisonnière des dépenses de consommation, pour culminer à la fin de décembre. Cependant, comme l'indique le Graphique 1, la valeur annuelle moyenne des billets en circulation s'est accrue à peu près au même rythme que l'activité économique de 1985 à 2004.

Paiements électroniques et recul relatif des transactions au comptant

Les cartes de débit et de crédit sont de loin les instruments de paiement électroniques les plus couramment utilisés et les plus largement acceptés au point de vente⁵. Les taux d'utilisation de ces cartes par habitant sont relativement élevés au pays par rapport à ceux observés à l'échelle internationale. En 2004, les Canadiens ont effectué 2,8 milliards de transactions (88 par habitant) par carte de débit, pour un total de plus de 124 milliards de dollars⁶. La valeur moyenne des opérations était de 44 \$. Les Canadiens ont par ailleurs réglé par carte de crédit 1,8 milliard de transactions (55 par habitant) se chiffrant à 181 milliards de dollars au total⁷. La valeur moyenne de ces transactions était supérieure à 100 \$ en 2004.

Le règlement des transactions de détail à l'aide d'instruments de paiement électroniques a connu un essor impressionnant. Les chiffres combinés des achats payés par carte de crédit et de débit ont augmenté à un rythme annuel moyen de 10 % en volume, et de 11 % en valeur au cours des cinq dernières années. Avec la présence d'Internet, les perspectives de croissance demeurent positives. En plus de pouvoir utiliser les cartes de crédit, les consommateurs ont maintenant la possibilité de se servir de leur carte de débit pour payer leurs achats effectués sur le Web, grâce à un nouveau service appelé Interac en ligne⁸.

Depuis leur introduction en 1994, les cartes de débit ont remplacé presque complètement les chèques, et dans une certaine mesure l'argent comptant, comme mode de règlement des paiements de détail au point

5. Les cartes de débit opèrent le transfert immédiat de fonds, par voie électronique, entre le titulaire de la carte et le commerçant. Les cartes de crédit permettent aux consommateurs de reporter le paiement à la fin de la période de facturation, généralement un mois plus tard. La plupart des cartes de crédit au Canada donnent accès à un crédit renouvelable, ce qui signifie que le montant des fonds disponibles est systématiquement rétabli à une limite prédéterminée à mesure que les remboursements périodiques sont effectués. Les cartes de paiement, qui exigent le règlement intégral du solde mensuel, sont également en usage au Canada.

6. L'Association Interac, qui exploite le système national de cartes de débit au point de vente, publie des données dans son site Internet (www.interac.ca/fr_n3_31_idpstats.html#a2). La valeur des transactions de débit inclut les retraits en argent effectués par les consommateurs au point de vente.

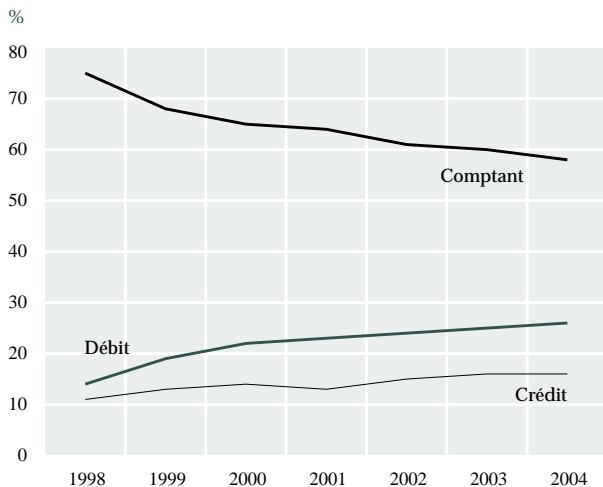
7. Ces données sont tirées du site Web de la Banque des Règlements Internationaux (BRI), à l'adresse www.bis.org/publ/cps74.pdf.

8. Un certain nombre de grandes banques canadiennes participent à ce service, qui permet aux consommateurs d'acheter des biens et des services par Internet en débitant directement leur compte bancaire.

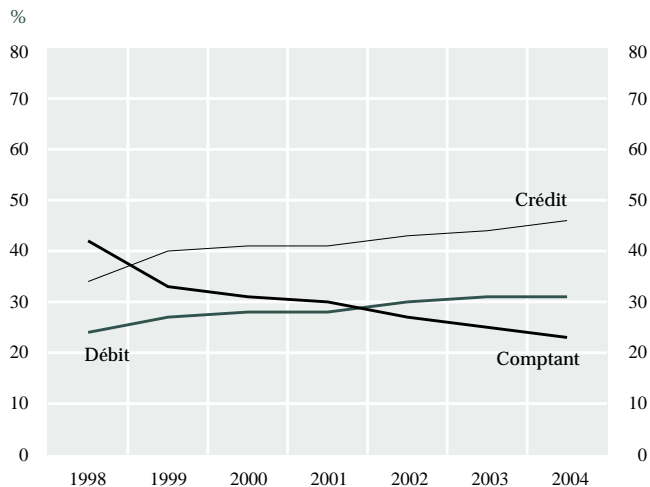
Graphique 2

Transactions estimées, par mode de paiement, au point de vente

a. Transactions en volume



b. Transactions en valeur



de vente. Certes, les cartes de crédit ont aussi eu une incidence sur l'utilisation d'espèces au point de vente, mais les cartes de débit constituent aujourd'hui le substitut le plus proche de l'argent comptant. Au vu des tendances en matière de paiement électronique, certains signes donnent à penser que l'utilisation de l'argent liquide au point de vente est en recul par rapport aux autres moyens de paiement, et ce, malgré la croissance du nombre de billets de banque en circulation.

Si les chiffres précis demeurent inconnus, divers chercheurs (p. ex., Humphrey, Kaloudis et Øwre, 2004) ont tenté d'estimer le volume ou la valeur des paiements au comptant. Il est possible d'obtenir une estimation grossière en supposant que tous les montants retirés des guichets automatiques sont destinés exclusivement à des transactions de détail. En 2004, les Canadiens ont effectué à ces guichets 963 millions de retraits d'une valeur moyenne de 96 \$ et totalisant 92 milliards de dollars⁹. En posant comme hypothèse, sur la foi des données du sondage, que la valeur moyenne d'une transaction au comptant est de 15 \$, on peut conclure que chaque retrait de 96 \$ aurait permis de régler 6,4 transactions (96 \$ / 15 \$). Par conséquent, le nombre total de transactions au comptant en 2004 est estimé à 6,2 milliards — ce qui équivaut, en

moyenne, à 250 transactions par personne durant l'année, ou à 5 transactions par personne par semaine (selon la méthodologie décrite par Gerdes et coll., 2005). Cette méthode d'estimation a été appliquée à la période de 1998 à 2004, et l'on a supposé que la valeur moyenne des transactions au comptant demeure constante et est corrigée de l'inflation. Le Graphique 2a rend compte du volume respectif des transactions réglées au comptant, par carte de débit ou par carte de crédit, par rapport au volume total des transactions estimées. Les montants retirés des guichets automatiques sont utilisés comme variable d'approximation de la valeur annuelle totale des transactions au comptant. Le Graphique 2b illustre la valeur des transactions réglées par chacun de ces mêmes modes de paiement, en proportion de la valeur totale des transactions estimées. Une tendance à la baisse peu accentuée mais constante ressort des deux graphiques, ce qui donne à penser que les cartes de débit et de crédit remplacent graduellement les billets dans les paiements de détail¹⁰.

Cette tendance se poursuivra vraisemblablement si le public perçoit que les instruments de paiement électroniques peuvent se substituer avantageusement à l'argent liquide. Les Canadiens accueillent apparemment assez bien les nouvelles technologies, comme en

9. Ce montant exclut les retraits provenant d'autres sources, comme les guichets automatiques privés, les guichets traditionnels des banques et les montants retirés lors d'une transaction réglée par carte de débit, car la prise en compte de ces retraits exercerait un biais négatif sur le niveau estimé des transactions au comptant (BRI, 2006).

10. Les données sur les transactions payées par carte de crédit (BRI, 2006) incluent également les transactions de détail conclues ailleurs qu'au point de vente (celles faites par Internet, par exemple), ce qui exerce un biais positif sur les transactions réglées par carte de crédit au point de vente.

témoigne la facilité avec laquelle ils ont adopté les cartes de débit. Les billets de banque pourraient donc soutenir de plus en plus difficilement, dans l'avenir, la concurrence que leur livrent les nouveaux moyens de paiement.

Une tendance à la baisse peu accentuée mais constante ressort, ce qui donne à penser que les cartes de débit et de crédit remplacent graduellement les billets dans les paiements de détail.

Sondage sur les réserves d'argent comptant et l'utilisation des espèces

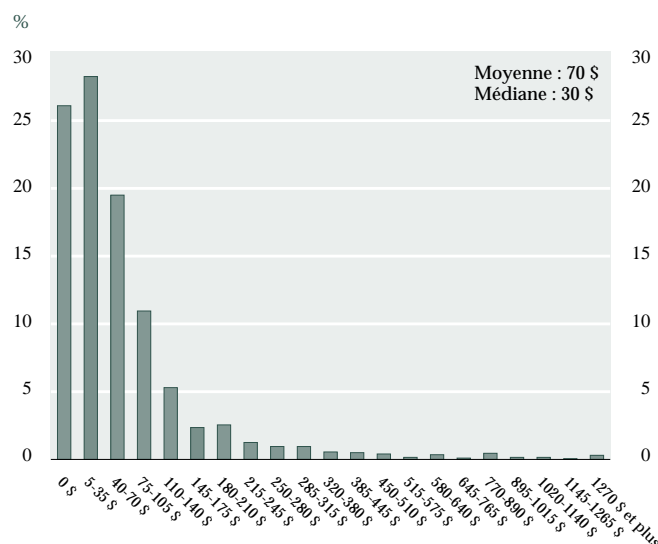
La Banque du Canada anticipe la demande de billets du public à l'aide de modèles intégrant des variables macroéconomiques telles que l'inflation, le revenu, les taux d'intérêt et le nombre de guichets automatiques, ou encore à l'aide de modèles fondés exclusivement sur des séries chronologiques (voir Laflèche, 1994). Les équations de ces modèles, toutefois, n'incluent pas les variables intangibles qui rendent compte des changements ayant trait à la perception de commodité, aux habitudes et à la confiance. La réalisation d'un sondage auprès du public est une façon d'obtenir des données à ce sujet.

La Banque a donc commandé un sondage téléphonique national afin d'évaluer les réserves de billets détenues par le grand public, et l'utilisation que ce dernier fait de l'argent comptant, par opposition aux autres moyens de paiement¹¹. Les répondants devaient préciser combien d'argent liquide ils avaient sous la main au moment où ils étaient interrogés, et combien ils en gardaient en réserve pour parer aux situations d'urgence. Le sondage portait aussi sur les habitudes et les perceptions des consommateurs en matière de paiement. Par exemple, on a demandé aux Canadiens à quelle fréquence ils se servaient des différents

11. Plus de 2 000 Canadiens adultes ont participé à des entrevues téléphoniques en janvier 2004. Les résultats nationaux sont statistiquement exacts à 2,2 %, 19 fois sur 20. Les intervalles de confiance sont toutefois plus larges une fois les résultats ventilés selon la taille de la collectivité, la province, le revenu, le niveau de scolarité, l'âge et le sexe.

Graphique 3

Distribution de la valeur des réserves de monnaie de transaction



instruments de paiement, et dans quelle mesure ils les jugeaient pratiques et sûrs. Le sondage tentait aussi de mesurer la confiance du public à l'égard de la sûreté des billets de banque, cette confiance étant un facteur déterminant de l'acceptation globale des billets.

Comme c'est souvent le cas dans ce genre de sondage, il convient de faire preuve de prudence lorsqu'on généralise les résultats pour les appliquer à l'ensemble de la population, compte tenu de l'erreur de mesure qui peut se produire lorsque les participants sont réticents à répondre avec franchise à de telles questions ou ont du mal à se souvenir d'informations précises. Ce problème s'est posé tout particulièrement dans les cas où les répondants devaient se rappeler la somme d'argent liquide qu'ils gardaient pour parer aux situations d'urgence, de sorte que les résultats obtenus à cet égard nécessiteront vraisemblablement une analyse plus approfondie. Il importe également de tenir compte du biais d'autosélection résultant du fort taux de non-réponse. Seuls 12 % du total des répondants admissibles avec lesquels on a communiqué ont répondu à toutes les questions du sondage.

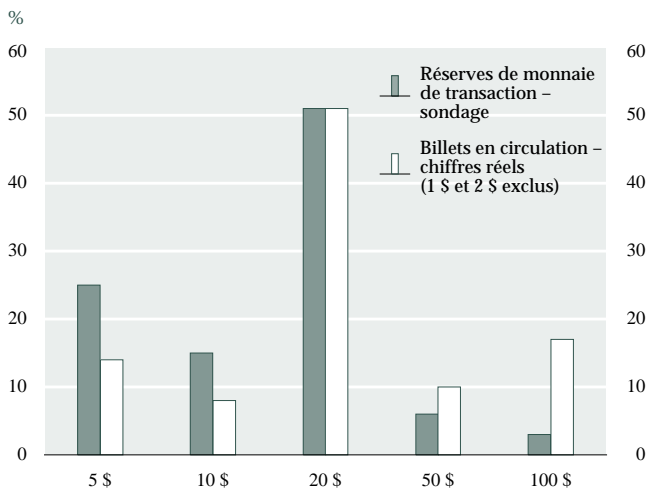
Résultats du sondage

Valeur des réserves de monnaie de transaction

Les répondants étaient invités à préciser la valeur des billets de banque qu'ils détenaient dans leur sac à

Graphique 4

Distribution comparée des coupures — Réserves de monnaie de transaction vs billets en circulation



main ou leur portefeuille, ce qui a permis de faire une estimation directe des réserves de monnaie de transaction. Les résultats obtenus indiquent que le Canadien moyen conserve environ 70 \$ en billets de banque pour payer des transactions (ou 30 \$, selon la valeur médiane). Étonnamment, quelque 25 % des répondants ont dit n'avoir aucun billet en leur possession au moment du sondage (Graphique 3). Comme seulement 2 % des répondants ont déclaré ne jamais utiliser d'argent comptant, il est permis de supposer qu'une part appréciable des membres du public laissent le montant d'argent qu'ils ont en poche tomber à zéro avant de se réapprovisionner dans une banque ou à un guichet automatique. D'ailleurs, les guichets automatiques sont facilement accessibles au Canada, et la plupart des gens (64 %) s'en servent au moins une fois par semaine. D'autre part, 17 % des répondants se prévalent de l'option de « paiement avec retrait d'argent comptant »¹² associée aux cartes de débit, et 13 % se présentent au moins une fois par semaine au guichet traditionnel d'une banque pour se procurer des billets. Incidemment, les consommateurs ont tendance à retirer de plus petits montants par l'entremise du service de paiement avec retrait offert par les détaillants, et de plus grosses sommes aux guichets automatiques ou traditionnels.

12. Ce service permet au consommateur de retirer de l'argent lorsqu'il utilise sa carte de débit au point de vente.

Le Canadien moyen conserve environ 70 \$ en billets de banque pour payer des transactions.

Comme les répondants devaient préciser la quantité de chaque coupure qu'ils avaient dans leur sac à main ou leur portefeuille, il est possible de dresser une comparaison avec la composition réelle du stock de billets en circulation. D'après les résultats du sondage, les coupures de 5 et de 10 \$ sont surreprésentées dans les réserves de monnaie de transaction, et celles de 50 et de 100 \$ sont sous-représentées (Graphique 4). Ces chiffres semblent montrer que le public utilise plus fréquemment les billets de 5 et de 10 \$ pour régler des transactions, ceux de 50 et de 100 \$ servant plutôt à d'autres fins. Les billets de 20 \$ sont adéquatement représentés dans l'échantillon, sans doute parce que cette coupure est celle que les guichets automatiques remettent généralement.

Corrélations entre les réserves de billets de banque et certaines variables

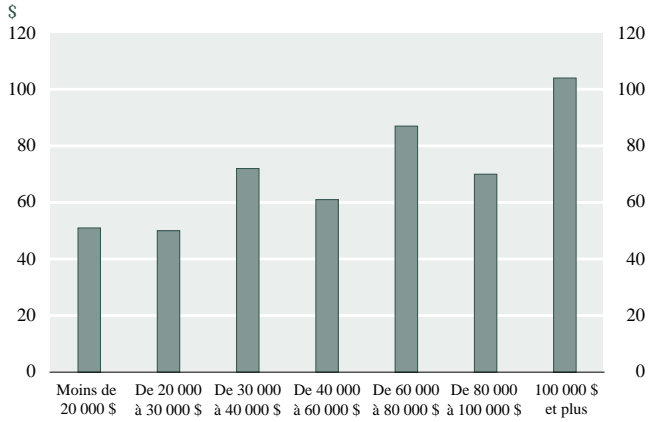
Le sondage fournit des indications intéressantes sur les facteurs qui sous-tendent la demande de billets de banque. On constate, par exemple, que la valeur des billets conservés comme monnaie de transaction par les Canadiens augmente avec le revenu des ménages (Graphique 5). Cependant, le ratio des réserves d'argent liquide au revenu diminue à mesure que ce dernier s'accroît. Le Graphique 6 montre comment les réserves moyennes de monnaie de transaction en pourcentage du revenu hebdomadaire baissent à mesure que le revenu progresse. Ces résultats cadrent, dans l'ensemble, avec les prévisions du modèle de demande de monnaie s'inspirant de la théorie des stocks, à savoir que l'élasticité-revenu est largement inférieure à un.

Les réserves de monnaie de transaction deviennent également plus élevées avec l'âge; la démarcation nette que l'on observe à 50 ans donne à penser que les Canadiens ayant dépassé cet âge sont peut-être moins familiarisés ou à l'aise avec les cartes de débit et préfèrent garder davantage d'argent liquide pour pouvoir régler plus fréquemment leurs transactions au comptant (Graphique 7).

Ceux qui se servent rarement, sinon jamais, des cartes de débit conservent plus du double de billets que ceux qui en font un usage quotidien. De fait, les utilisateurs

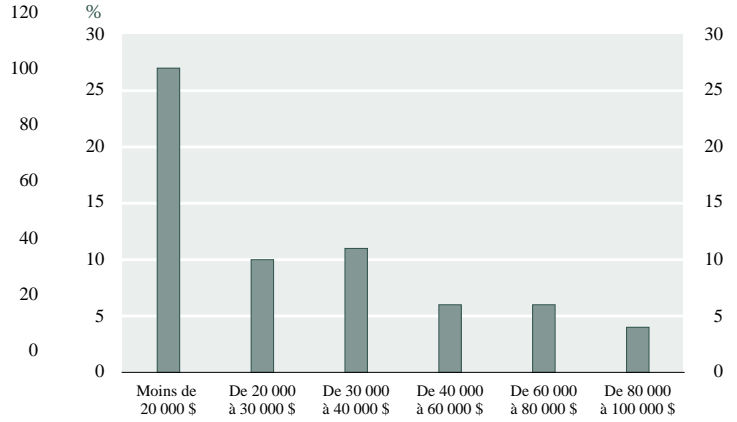
Graphique 5

Valeur moyenne des réserves de billets, selon le revenu des ménages



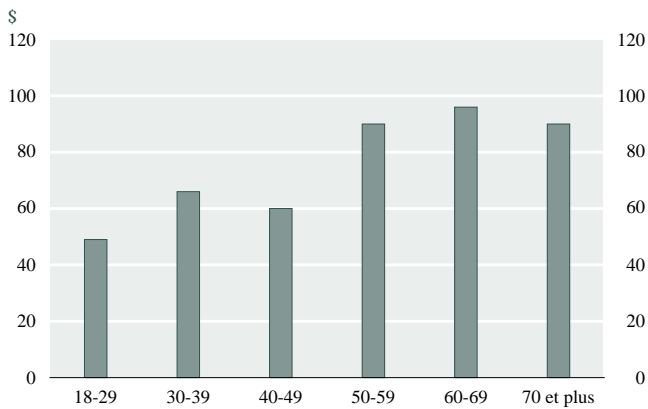
Graphique 6

Valeur moyenne des réserves de billets en pourcentage du revenu hebdomadaire, selon la tranche de revenu



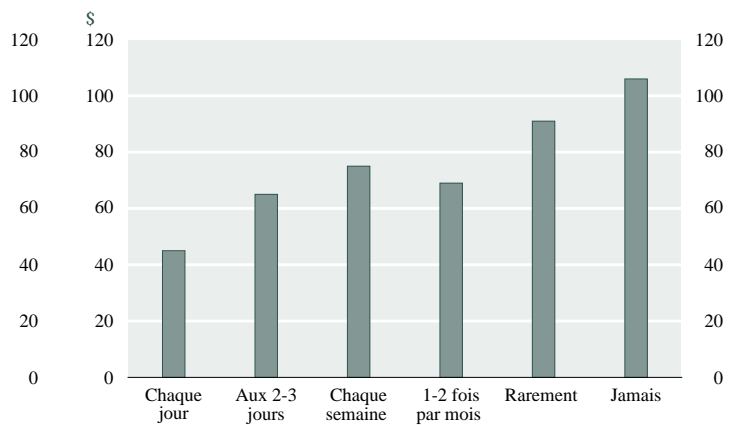
Graphique 7

Valeur moyenne des réserves de billets, selon l'âge



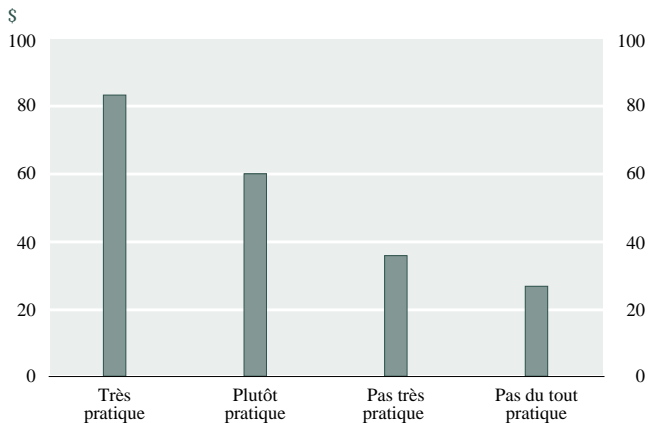
Graphique 8

Valeur moyenne des réserves de billets, selon la fréquence d'utilisation des cartes de débit



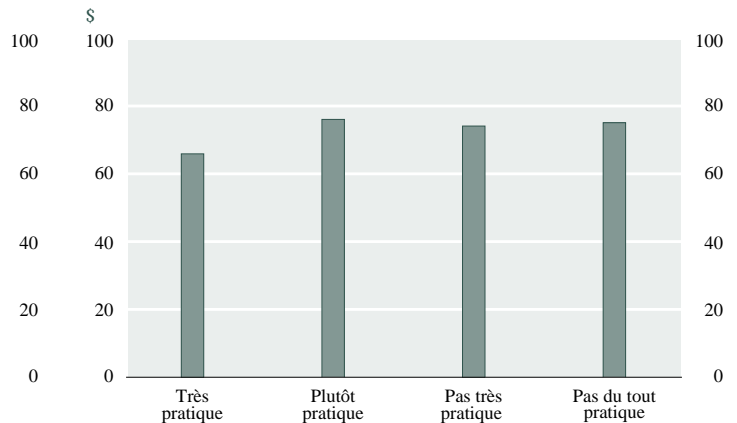
Graphique 9

Valeur moyenne des réserves de billets, selon la perception de commodité de l'argent liquide



Graphique 10

Valeur moyenne des réserves de billets, selon la perception de commodité des cartes de débit



fréquents des cartes de débit détiennent moins d'espèces, ce qui indique que ces deux modes de paiement sont des substituts l'un de l'autre (Graphique 8).

La perception de commodité semble avoir une incidence sur les réserves d'argent liquide. La valeur de ces réserves présente une forte corrélation positive avec la perception de commodité des espèces (Graphique 9) et une corrélation négative avec la perception de commodité des cartes de débit (Graphique 10). Incidemment, 83 % des Canadiens âgés de 18 à 29 ans trouvent ces cartes très pratiques, et 98 % ont répondu à la question qui portait sur ce sujet dans le sondage. Par comparaison, seulement 45 % des Canadiens de 60 ans et plus sont de cet avis, et 26 % n'ont pas répondu à la question.

Même si elle n'est pas représentée graphiquement, la perception de sûreté de l'argent liquide est également en étroite corrélation avec les réserves d'espèces. D'autres facteurs, tels que l'anonymat et la finalité des paiements, n'ont pas été inclus dans le sondage mais pourraient s'avérer tout aussi importants.

Analyse de régression des réserves de monnaie de transaction

Les corrélations bivariées livrent des informations intéressantes, mais le fait que certains déterminants de la détention de billets soient corrélés — par exemple, le revenu a tendance à augmenter avec l'âge — empêche de tirer des conclusions définitives. Le Tableau 1 présente les résultats de régressions par lesquelles on tente de discerner les effets des variables individuelles sur la demande de monnaie de transaction.

Comme il a été mentionné précédemment, un grand nombre de répondants ont déclaré n'avoir aucun billet de banque en leur possession. Le modèle formalisant la demande de monnaie pourrait être différent pour ces personnes. C'est pourquoi les observations nulles ont été intégrées à la première régression, puis exclues de la suivante. Bien que le pouvoir explicatif des régressions soit statistiquement faible, les chiffres vont dans le sens des indicateurs décrits précédemment¹³. Les variables présentent le signe attendu, et tous les coefficients, sauf celui de la taille de la collectivité (population de la ville ou de la localité), ont une

13. Le pouvoir explicatif des régressions est faible, $Rbar^2$ avoisinant 8 % dans la première régression et 6 % dans la seconde. Ces chiffres ne sont pas inhabituels dans les analyses transversales. Cette tendance se trouve accentuée ici par la longue queue de la distribution des réserves de billets parmi les répondants, comme l'illustre le Graphique 3.

Tableau 1

Analyse de régression des réserves de monnaie de transaction selon la méthode des moindres carrés ordinaires

Variables explicatives	Toutes les observations ¹	Observations nulles exclues ¹
Constante (y compris les réserves moyennes des hommes dont le revenu du ménage est inférieur à 30 000 \$)	67,05 (3,59)	101,77 (4,20)
Sexe (H = 0, F = 1)	-19,44 (-3,76)	-19,95 (-3,09)
Taille de la collectivité (par tranche de 100 000 habitants)	0,83 (1,46)	0,72 (1,07)
Âge (en années)	0,83 (3,95)	0,75 (2,96)
Niveau de scolarité ²	-6,89 (-2,20)	-10,90 (-2,83)
Variables muettes du revenu des ménages		
Faible revenu : < 30 000 \$	—	—
Revenu moyen : de 30 000 à 60 000 \$	18,15 (3,04)	20,18 (2,60)
Revenu élevé : de 60 000 à 100 000 \$	19,03 (2,82)	17,05 (2,02)
Revenu très élevé : > 100 000 \$	41,42 (4,33)	36,67 (3,31)
Commodité de l'argent liquide ³	17,00 (6,19)	15,49 (4,06)
Fréquence d'utilisation des cartes de débit ⁴	-6,54 (-3,84)	-6,65 (-3,21)
Fréquence d'utilisation des cartes de crédit ⁴	5,51 (2,88)	6,44 (2,67)
Écart-type de la régression	102,55	112,11
Rbar au carré	0,08	0,06
Nombre d'observations	1 619,00	1 224,00

Nota : Les écarts-types sont corrigés en fonction de l'hétéroscédasticité à l'aide de la méthode HAC Newey-West. Les valeurs extrêmes des réserves de monnaie de transaction, définies comme supérieures à quatre fois l'écart-type, ont été retirées des régressions. Par conséquent, sept observations ont été omises.

1. Les statistiques t figurent entre parenthèses.
2. Le niveau de scolarité est une variable catégorisée allant de 1 (études primaires partielles ou complètes) à 5 (études supérieures ou professionnelles).
3. La commodité de l'argent liquide est une variable catégorisée allant de 1 (pas du tout pratique) à 4 (très pratique).
4. La fréquence d'utilisation des cartes de débit ou de crédit est une variable catégorisée allant de 1 (jamais) à 6 (chaque jour).

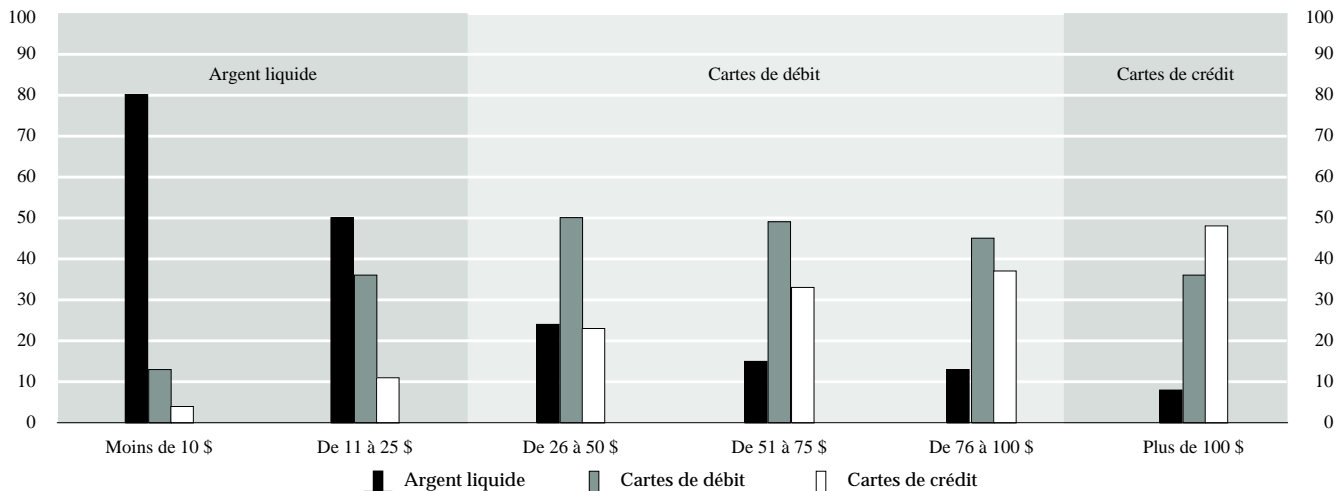
certaine influence sur la détention d'espèces. La variable du sexe donne à penser que les femmes gardent en moyenne moins d'argent liquide que les hommes. D'autres variables démographiques, telles que l'avancement en âge et la progression du revenu, entraînent généralement une augmentation des

Graphique 11

Modes de paiement préférés des consommateurs

(selon la valeur de la transaction)

Pourcentage de Canadiens



réserves moyennes d'espèces, tandis que la scolarisation a l'effet inverse.

Les résultats révèlent également que les particuliers à revenu moyen, élevé ou très élevé sont susceptibles d'avoir plus d'argent liquide que ceux à faible revenu. Dans ce cas précis, on a introduit des variables muettes, et la tranche de revenu inférieur à 30 000 \$ a servi de repère par rapport aux tranches de revenu plus élevées. Par exemple, le coefficient associé au revenu supérieur à 100 000 \$ montre que, toutes choses égales par ailleurs, les gens très fortunés ont tendance à garder 41 \$ de plus, en moyenne, que les personnes à faible revenu (37 \$ de plus dans la régression excluant les réserves nulles).

La perception de commodité des billets et le recours au paiement électronique sont très significatifs dans les régressions et ne peuvent être entièrement expliqués par les caractéristiques démographiques des répondants. Il n'est pas étonnant de constater que la valeur moyenne des réserves d'espèces croît avec la perception de commodité de l'argent liquide. Il semble également qu'elle diminue lorsque la fréquence d'utilisation des cartes de débit augmente, ce qui dénote clairement un lien de substitution entre les deux instruments de paiement. Toutefois, la constatation la plus intéressante est la hausse de la détention de billets chez les utilisateurs fréquents des cartes de crédit. Cette observation permet de penser que les espèces et les cartes de crédit ne sont pas de proches substitués. Comme on le verra ci-après, il y a un très grand écart entre la valeur des

transactions que les Canadiens préfèrent régler par carte de crédit et la valeur de celles qu'ils préfèrent payer en argent liquide; en fait, les préférences ressortent aux deux extrémités de l'échelle des valeurs des transactions.

Mode de paiement et valeur des transactions

Les espèces sont utilisées plus fréquemment que tout autre instrument de règlement.

La valeur des transactions semble influencer sur le choix du mode de paiement. Étant donné que les espèces sont utilisées plus fréquemment que tout autre instrument de règlement — 72 % des répondants paient en argent liquide au moins une fois la semaine, contre 64 % par carte de débit et 36 % par carte de crédit —, il n'est pas déraisonnable de supposer qu'elles servent surtout à régler les menus achats. De nombreuses études ont révélé l'existence de nettes préférences selon la valeur des transactions, notamment le sondage par panel effectué chaque année par Interac auprès des consommateurs et celui du système de paiement Visa aux États-Unis (Evans et Schmalensee, 2005). Pour confirmer la validité de ces résultats, la Banque du Canada a réalisé un sondage distinct sur les modes

de paiement préférés des consommateurs par tranche de valeur (Graphique 11)¹⁴. Les résultats sont effectivement cohérents : la préférence va à l'argent liquide pour les achats de moins de 25 \$; aux cartes de débit pour les achats de 25 à 100 \$; et aux cartes de crédit pour les achats de plus de 100 \$.

Réserves de monnaie de précaution

Les participants au sondage étaient appelés à préciser non seulement combien d'argent liquide ils avaient dans leur sac à main ou leur portefeuille, mais aussi la valeur totale des billets de banque canadiens qu'ils mettent de côté pour parer aux situations d'urgence. Environ 40 % ont dit ne garder aucune réserve de monnaie de précaution. Parmi les autres, 24 % ne pouvaient ou ne voulaient indiquer de montant. La valeur moyenne des réserves de monnaie de précaution déclarées, qu'elles soient nulles ou non, s'établit à 400 \$ (Graphique 12).

Environ 40 % ont dit ne garder aucune réserve de monnaie de précaution.

Les résultats relatifs à la détention de monnaie de précaution ne sont pas aussi fiables que ceux qui se rapportent à la détention de monnaie de transaction, et ils sont plus ambigus. On se saurait extrapoler à l'échelle de la population canadienne sans une analyse plus poussée. Néanmoins, en supposant que le Canadien moyen conserve 70 \$ en monnaie de transaction et 496 \$¹⁵ en monnaie de précaution, les réserves d'espèces du public représenteraient approximativement un tiers de la valeur totale des billets en circulation, soit 14 milliards de dollars.

Perceptions à l'égard de la contrefaçon et confiance dans les billets de banque

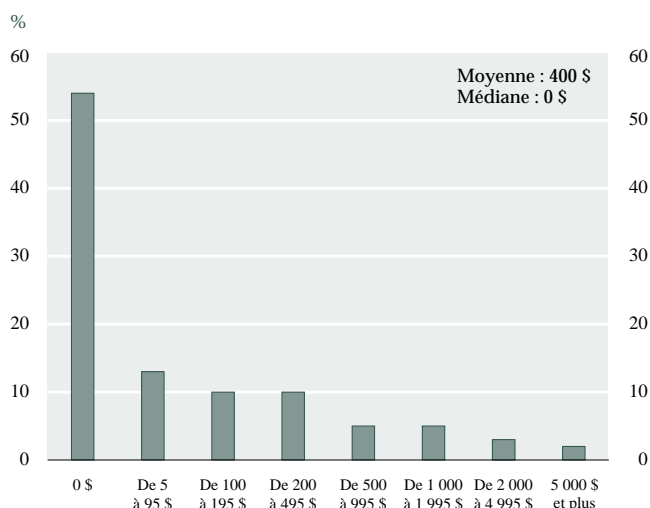
L'un des principaux objectifs du sondage de 2004 était d'explorer les facteurs sous-tendant la confiance dans les billets de banque. Les participants étaient interrogés

14. Le sondage a été mené à l'échelle nationale auprès de 1 000 Canadiens. La marge d'erreur est de $\pm 3,1$ %.

15. La valeur moyenne des billets détenus par les répondants ayant déclaré avoir des réserves positives de monnaie de précaution est de 865 \$. Si l'on attribue une valeur moyenne de 900 \$ aux réserves de monnaie de précaution de ceux qui n'ont pas révélé de montant, on obtiendrait une valeur moyenne de 496 \$ pour l'ensemble des répondants.

Graphique 12
Distribution des réserves de monnaie de précaution

(parmi les répondants ayant précisé un montant)



sur leurs perceptions quant à la sûreté des billets, de même que sur leurs expériences et leur comportement en ce qui concerne la contrefaçon et l'authentification des billets¹⁶.

D'après les résultats obtenus, près des trois quarts des Canadiens estiment que la contrefaçon constitue un problème, et 28 % qualifient le problème de « sérieux ». Fait étonnant, une majorité de répondants (69 %) croient peu probable qu'ils reçoivent un faux billet dans les six prochains mois. Environ trois quarts des Canadiens ont également confiance dans la capacité des systèmes de retirer les billets contrefaits de la circulation.

Invités à relater leurs expériences personnelles, 13 % des participants ont affirmé qu'on leur avait déjà offert ou remis un faux billet (canadien). Cependant, lorsqu'on leur a demandé de quelle coupure il s'agissait, 23 % n'ont pas été en mesure de répondre. La coupure de 20 \$ a été la plus fréquemment citée par ceux qui disent avoir reçu un billet contrefait. Une proportion élevée de répondants (41 %) n'ont pu se rappeler où ils avaient reçu des faux billets, et plus du tiers a déclaré que c'était dans des commerces de détail. Finalement, 53 % ont indiqué que la probabilité de perte ou de fraude associée à l'utilisation des billets de banque était élevée ou modérée.

Malgré ses préoccupations, le public accepte assez facilement les billets de banque canadiens. La plupart

16. Voir la représentation graphique des résultats en annexe.

des Canadiens (76 %) ne vérifient jamais ou presque jamais l'authenticité des billets qui leur sont remis lors d'une transaction.

Indice de confiance dans les billets de banque

Cherchant à quantifier les perceptions des Canadiens quant à la sûreté des billets, la Banque du Canada a élaboré un indice original qui permet de mesurer la confiance du public et d'en suivre l'évolution dans le temps. Cet indice (dont la construction est décrite dans l'Encadré de la page 38) se fonde sur les réponses des participants aux quatre questions suivantes :

1. Quelle est l'étendue du problème de la contrefaçon des billets de banque?
2. Quelle est la probabilité que vous receviez un faux billet dans les six prochains mois?
3. Quelle est la probabilité que vous soyez victime de perte ou de fraude lorsque vous utilisez de l'argent liquide?
4. Dans quelle mesure avez-vous confiance dans la capacité des systèmes actuels de retirer les faux billets?

Ces questions se rapportent toutes aux perceptions, et non directement aux expériences. L'originalité de l'indice tient au fait qu'il permet de quantifier des informations valables sur la confiance des consommateurs dans les billets de banque, informations qui ne pourraient probablement pas être recueillies ailleurs.

L'indice est construit pour se situer entre 0 et 100, le chiffre 100 représentant le degré de confiance le plus élevé. L'indice construit à partir des résultats de 2004 avoisine 50, ce qui correspond à un niveau intermédiaire entre « plutôt confiant » et « pas très confiant »¹⁷. Le sondage sur la confiance a été répété en 2005, à l'aide des mêmes questions; l'indice obtenu (49) se rapproche

17. Le niveau de l'indice global doit être interprété avec prudence, car le niveau calculé de l'indice est sensible aux hypothèses de départ. Le niveau de l'indice a moins d'importance que l'évolution de sa valeur dans le temps.

de celui de 2004, c'est-à-dire qu'il s'inscrit généralement à l'intérieur de la marge d'erreur initiale¹⁸.

Conclusion

L'argent liquide demeure un instrument de règlement et de réserve de valeur important au sein de l'économie canadienne, et la Banque du Canada continue de voir la demande de billets s'accroître. Ces dernières années, toutefois, les modes de paiement électroniques ont quelque peu éclipsé les espèces. Le rythme auquel cette tendance se poursuivra dépend des innovations technologiques et de la volonté du public d'adopter de nouvelles façons de faire et de changer ses habitudes. À ce jour, l'essor de l'argent électronique se trouve partiellement freiné, au Canada comme dans beaucoup d'autres pays, par des préoccupations de confiance et de sécurité. Toutefois, à mesure que les technologies d'avant-garde se développeront et deviendront plus abordables, le rôle traditionnel des espèces dans le règlement des transactions pourrait devenir considérablement compromis.

Telles sont les raisons pour lesquelles la Banque accorde une grande place, dans son programme de recherche, à l'élaboration de sondages sur l'utilisation et la détention d'argent liquide par le public. Les analyses statistiques et les analyses de régression permettent d'entrevoir certains facteurs explicatifs importants de la demande de billets dans le grand public, notamment les caractéristiques démographiques ainsi que la façon dont sont perçus et utilisés les substituts électroniques, en particulier les cartes de débit. Ces dernières, en effet, sont surtout employées par la jeune génération, plus susceptible de s'adapter aux avancées technologiques et de définir les choix futurs en ce qui concerne les modes de paiement. Il s'avère donc nécessaire de pousser la recherche sur ces questions et de construire des modèles plus étoffés qui permettent d'intégrer les résultats de ces sondages.

18. Les sondages de 2004 et de 2005 sur la confiance dans les billets de banque ont été réalisés sur des échantillons de taille comparable.

Construction de l'indice sur la confiance dans les billets de banque

Le sondage comportait neuf questions susceptibles de servir à l'élaboration d'un indice de confiance dans les billets de banque. Les questions ont été sélectionnées selon la méthode de l'analyse factorielle parce que cette technique permet de retirer les questions superflues tout en retenant celles qui sont les plus révélatrices du degré de confiance dans les billets.

Le Tableau B1 présente les neuf questions ainsi que les résultats de l'analyse factorielle, centrés sur les trois facteurs qui contribuent le plus à expliquer les résultats du sondage. Chaque facteur est indépendant de par sa conception. Les valeurs figurant dans le tableau sont des coefficients de pondération, qui indiquent l'importance ou le poids explicatif de chaque question à l'égard d'un facteur. Les caractères gras mettent en évidence les questions qui sont les plus fortement corrélées avec chaque facteur.

Le premier facteur qui se dégage de l'analyse statistique (colonne 1) rend compte d'environ 20 % de la variance entre les réponses et semble lié aux perceptions de confiance. Il est surtout influencé par les perceptions concernant la probabilité d'être victime de perte ou de fraude en utilisant des billets de banque et la gravité du problème de la contrefaçon, ainsi que par la probabilité perçue de recevoir un faux billet dans les six prochains mois et le degré de confiance dans la capacité des systèmes de détecter et de retirer les billets contrefaits. Les quatre questions mesurent toutes les attitudes et les perceptions plutôt que les expériences et le comportement, et elles apparaissent intuitivement comme des indicateurs appropriés de la confiance dans la monnaie.

Les deuxième et troisième facteurs expliquent chacun environ 50 % moins de la variance que le premier facteur. À en juger par les questions les plus significatives pour ces deux facteurs, ceux-ci se rapportent moins aux attitudes relatives à la confiance et davantage aux expériences réelles et au comportement en ce qui concerne les billets de banque et la contrefaçon.

Les expériences peuvent certes modérer la confiance dans la monnaie, mais les attitudes et les perceptions de confiance sont généralement persistantes. Par exemple, quelqu'un qui s'est déjà vu refuser un billet, mais pas nécessairement dans les six derniers mois, risque de continuer à ne pas avoir pleinement confiance dans la monnaie. Même si les deuxième et troisième facteurs fournissent des informations accessoires utiles, ils rendent moins bien compte des niveaux de confiance courants que le premier facteur. C'est pourquoi ils n'entrent pas dans la construction de l'indice.

Les quatre questions relatives aux attitudes ont été retenues parce qu'elles ont le poids le plus élevé à

Tableau B1

Analyse factorielle

Questions du sondage	Facteurs		
	1	2	3
Au cours des trois derniers mois, est-il arrivé que l'on refuse vos billets de banque?	-0,08	0,20	0,69
Au cours des trois derniers mois, avez-vous remarqué des affiches dans des magasins indiquant que les billets de 50 ou de 100 \$ étaient refusés?	0,14	-0,04	0,77
Quel est votre degré de confiance dans la capacité des systèmes actuels de retirer les faux billets de la circulation?	0,56	-0,13	0,24
Quelle est la probabilité que vous receviez un faux billet dans les six prochains mois?	0,57	0,29	0,00
Quelle est l'étendue du problème de la contrefaçon des billets de banque?	0,61	0,13	0,08
À quelle fréquence vérifiez-vous l'authenticité des billets de banque?	0,03	0,81	0,01
Quelle est la probabilité que vous soyez victime de perte ou de fraude en utilisant des billets de banque?	0,67	0,04	-0,14
Au cours des six derniers mois, avez-vous eu connaissance de reportages au sujet des billets de banque dans les médias?	-0,02	0,06	-0,06
Combien de fois vous a-t-on remis un faux billet depuis un an?	0,21	0,70	0,14
Valeurs propres	1,89	1,12	1,03
Pourcentage de la variance expliqué par le facteur	21,00	12,50	11,50

Méthode de rotation : Varimax

l'intérieur du premier facteur. Un poids égal leur est accordé étant donné que leurs coefficients de pondération sont très proches (de 0,56 à 0,67).

L'indice est calculé à partir des réponses notées sur une échelle linéaire. Cette méthode, bien que discrétionnaire, est la plus simple. Ainsi, la réponse « très confiant » reçoit une valeur de 3; la réponse « plutôt confiant », une valeur de 2; la réponse « pas très confiant », une valeur de 1; et la réponse « pas du tout confiant », une valeur nulle. Le recours à une échelle non linéaire permettrait peut-être de mieux saisir les nuances entre les réponses. Par exemple, on pourrait attribuer une valeur de 5 à la réponse « très confiant », et une valeur de 3 à la réponse « plutôt confiant ». Cependant, le choix d'une telle échelle est arbitraire, et le niveau de l'indice est sensible à la forme de non-linéarité retenue. L'accent est donc mis ici sur les résultats du modèle linéaire, qui sont colligés et présentés sous la forme d'un indice variant de 0 à 100.

Ouvrages et articles cités

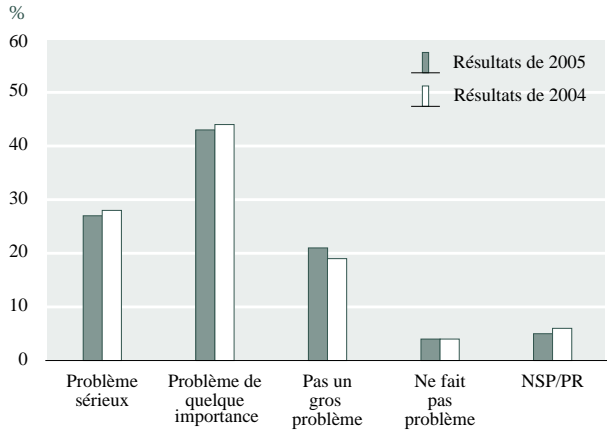
- Banque des Règlements Internationaux (2006). *Statistics on Payment and Settlement Systems in Selected Countries*. Document accessible à l'adresse www.bis.org/publ/cpss74.htm.
- Bilkes, G. (1997). « Le nouveau système de distribution des billets de banque », *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 41-54.
- Evans, D., et R. Schmalensee (2005). *Paying with Plastic: The Digital Revolution in Buying and Borrowing*, 2^e édition, Cambridge (Massachusetts), The MIT Press.
- Gerdes, G., J. Walton, M. Liu et D. Parke (2005). « Trends in the Use of Payment Instruments in the United States », *Federal Reserve Bulletin* (printemps), p. 180-201.
- Humphrey, D., A. Kaloudis et G. Øwre (2004). « The Future of Cash: Falling Legal Use and Implications for Government Policy », *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, vol. 14, n^o 3, p. 221-233.
- Lafèche, T. (1994). « La demande de numéraire et l'économie souterraine », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 39-58.

Annexe

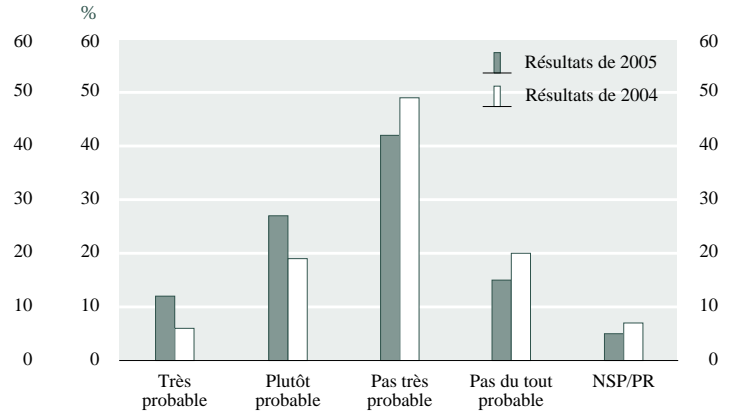
Graphique A1

Résultats des sondages : sûreté des billets de banque

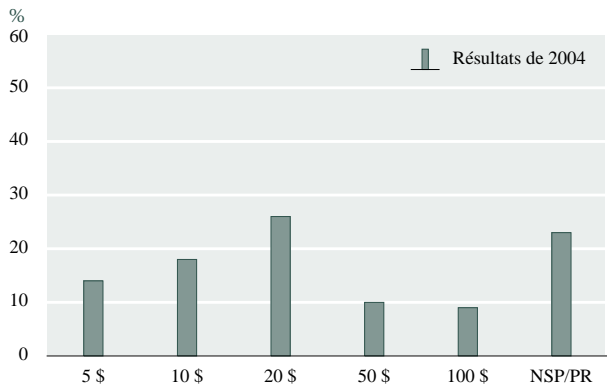
a. Perception de la contrefaçon comme problème



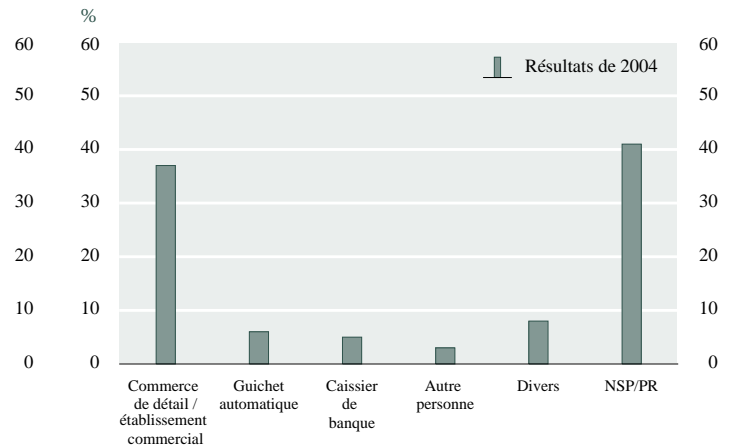
b. Probabilité de recevoir un faux billet dans les six prochains mois



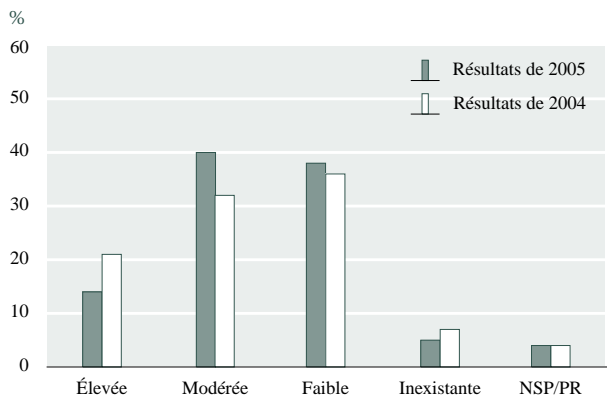
c. Fausses coupures déclarées comme reçues (parmi les répondants ayant déclaré avoir reçu des faux billets dans la dernière année)



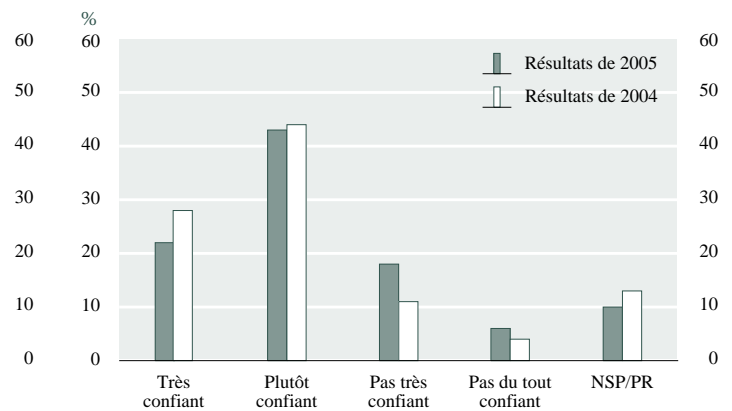
d. Sources des faux billets déclarés comme reçus



e. Probabilité de perte ou de fraude associée à l'utilisation d'espèces



f. Confiance dans la capacité des systèmes de retirer les faux billets de la circulation



L'évolution du cadre de distribution des titres de dette du gouvernement canadien

Marc Pellerin, département des Marchés financiers*

- *En 1998, le gouvernement canadien a adopté un nouveau cadre de distribution pour le placement de ses titres auprès des intermédiaires financiers et des investisseurs.*
- *En décembre 2005, des modifications mineures ont été apportées à ce cadre afin de tenir compte de la diminution des besoins de financement du gouvernement, d'une forte concentration des grands acteurs sur les marchés tant primaire que secondaire des titres du gouvernement canadien, ainsi que d'innovations telles que la négociation électronique.*
- *Les principaux changements effectués sont une hausse des limites de soumission que les courtiers peuvent présenter pour le compte de clients aux adjudications de titres du gouvernement canadien et l'abaissement des obligations minimales en matière de soumission imposées aux négociants principaux. On prévoit que ces ajustements favoriseront une plus grande participation et stimuleront la concurrence aux adjudications de l'État et, par ricochet, aideront le gouvernement à atteindre les objectifs qu'il poursuit à l'aide de sa stratégie de gestion de la dette et qui consistent à s'assurer une source stable de financement à faible coût et à maintenir le bon fonctionnement du marché de ses titres.*

Le gouvernement fédéral satisfait ses besoins de financement principalement en émettant des titres de dette sur les marchés financiers intérieurs. Depuis le début des années 1990, il recourt surtout aux adjudications pour émettre et distribuer ses titres de dette. L'importance que revêt pour le gouvernement canadien le cadre de distribution des titres tient à plusieurs raisons :

- Un cadre de distribution bien pensé renforce la capacité du gouvernement de vendre ses titres en toute confiance et au meilleur prix possible.
- Il contribue à l'efficacité du marché des titres d'État en favorisant une plus grande participation des négociants et des investisseurs. Un marché des titres d'État bien rodé bénéficie à son tour à l'ensemble du marché canadien des titres à revenu fixe en offrant aux investisseurs et aux intermédiaires un éventail de valeurs sûres qui ne présentent pas de risque de crédit et qui peuvent servir de référence pour l'évaluation d'autres titres ou encore être utilisées à des fins de couverture. Un tel marché permet également une conduite plus efficace de la politique monétaire. C'est pourquoi le marché des titres du gouvernement canadien doit être dynamique et concurrentiel et faciliter l'accès des parties intéressées¹.
- Dans l'élaboration et la mise en œuvre du cadre de distribution de ses titres, le gouvernement vise à offrir un équilibre aux

* L'auteur désire remercier Wendy Chan, Ashley Clark, Oumar Dissou et Frank Furlan de leur aide.

1. Voir Arnone et Iden (2003) et Arnone et Ugolini (2005) pour un exposé détaillé sur la raison d'être et les objectifs du cadre de distribution des titres de dette.

acteurs du marché sous la forme d'une combinaison appropriée d'obligations, de privilèges et de modalités de fonctionnement qui l'aideront à atteindre ses buts.

Un cadre de distribution bien pensé renforce la capacité du gouvernement de vendre ses titres en toute confiance et au meilleur prix possible.

Le présent article examine la manière dont le cadre de distribution des titres de dette a évolué au fil des ans afin de permettre au gouvernement de réaliser ses objectifs en matière de gestion de la dette. Dans la première partie, l'auteur dresse un bref historique relatant comment le gouvernement s'est servi des marchés primaire et secondaire dans la conception de son cadre de distribution. Dans la deuxième partie, il se penche sur les plus récentes modifications qui ont été apportées à ce cadre et dont l'entrée en vigueur a eu lieu le 13 décembre 2005.

Bref historique du cadre de distribution des titres de dette

De 1867 à la Première Guerre mondiale

Avant la Première Grande guerre, il n'existait aucun cadre de distribution officiel pour les titres de dette. Le marché canadien des capitaux était quasi inexistant, aucun marché secondaire organisé n'était en place, et les besoins de financement de l'État étaient modestes. Le gouvernement a néanmoins commencé à émettre des titres de dette peu après la Confédération; en effet, dès janvier 1868, le nouveau Dominion du Canada mettait aux enchères 1,5 million de dollars d'obligations à 10 ans, à 6 %². Le gouvernement avait prévu accepter ou refuser les soumissions à l'égard de diverses quantités d'obligations à différents prix, et une proportion appréciable des titres fut vendue directement à des fiduciaires et exécuteurs, à des organismes de bienfaisance et à des particuliers. Après ce premier placement, le gouvernement continua de mettre aux enchères des obligations et utilisa le produit de ces ventes pour rembourser la dette extérieure (libellée en livres sterling principalement) que les provinces

2. Pour de plus amples renseignements, voir Banque du Canada (1980) et Branion (1995).

avaient contractée avant la Confédération. Toutefois, entre 1867 et 1900, le financement obtenu par le gouvernement canadien consistait encore, à 91 %, en emprunts en livres sterling et en dollars américains lancés sur les marchés de Londres et de New York. Au cours de cette période, une quantité limitée de bons du Trésor, payables en livres sterling, furent émis et vendus à des banques non canadiennes sur le marché londonien et sur le continent européen.

De la Première Guerre mondiale à 1953

Après le déclenchement de la Première Guerre mondiale, le gouvernement canadien dut se tourner de plus en plus vers le marché intérieur pour satisfaire ses besoins de financement. À mesure que se raréfiaient les capitaux sur les marchés étrangers traditionnels qu'étaient le Royaume-Uni et les États-Unis, ces pays ayant leurs propres besoins de financement de temps de guerre, le gouvernement commença à placer ses obligations presque exclusivement au Canada. Le marché intérieur étant sous-développé, cette nouvelle pratique l'obligea à modifier sa méthode d'émission. Le système d'offre aux enchères fut remplacé par un syndicat financier de distributeurs initiaux (banques et courtiers en valeurs mobilières)³, qui s'engageaient à acheter des obligations auprès du gouvernement dans le but de les revendre au grand public contre le versement d'une commission.

Durant le conflit, de grandes quantités de bons du Trésor (en dollars canadiens) furent vendus directement aux banques à charte pour procurer du financement au gouvernement entre les émissions d'emprunts obligataires de guerre. Vu l'absence d'un marché secondaire, les banques conservaient les bons du Trésor jusqu'à leur échéance et ne les considéraient pas comme des placements très liquides. Elles continuèrent d'avoir largement recours aux prêts à vue sur le marché new-yorkais pour satisfaire leurs besoins de financement inattendus (voir Banque du Canada, 1972). La vente de bons du Trésor fut abandonnée au milieu des années 1920, et la première adjudication de bons du Trésor eut lieu en 1934⁴. Ce n'est toutefois qu'en 1937 que commença la tenue d'adjudications à intervalles fixes de deux semaines.

Au cours de la Seconde Guerre mondiale, le gouvernement se procura du financement sensiblement de la même manière que pendant le conflit précédent, sauf

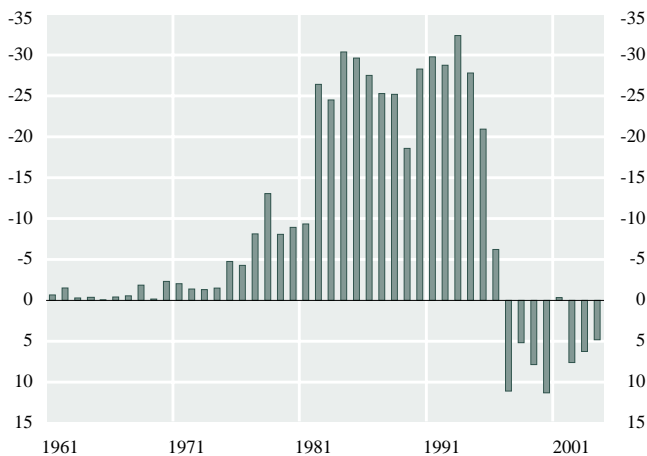
3. Ce système de placement a été utilisé jusqu'au début des années 1990.

4. Peu après son ouverture en mars 1935, la Banque du Canada a été appelée, en sa qualité d'agent financier du gouvernement canadien, à donner des conseils relativement à l'émission des bons du Dominion et des bons du Trésor, et à s'occuper des aspects techniques des nouvelles émissions.

Graphique 1

Besoins de financement du gouvernement fédéral

Milliards de dollars



que cette fois il ciblait plus directement les investisseurs particuliers, dont l'épargne bondit durant cette période⁵. Même si le gouvernement vit ses besoins de financement diminuer considérablement après la fin des hostilités, son recours intense au marché intérieur pour satisfaire l'effort de guerre avait favorisé l'émergence d'un marché secondaire bien développé pour les obligations. Cependant, il n'existait toujours pas un tel marché pour les bons du Trésor.

De 1953 à 1998

Le développement du marché monétaire entraîna un élargissement de la base d'investisseurs dans les titres d'État à court terme, ce qui, par ricochet, aida les autorités à contenir le coût du financement public.

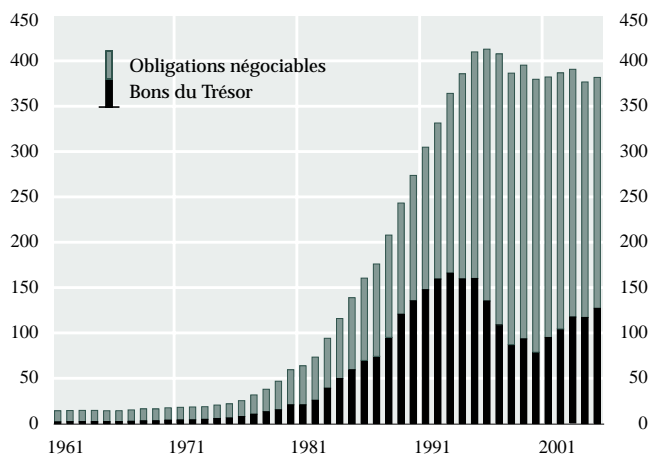
La mise au point du cadre de distribution connut un tournant décisif en 1953, année où fut adoptée la désignation officielle d'agent agréé relativement à la distribution des bons du Trésor. Cette initiative avait

5. Le gouvernement a lancé deux emprunts de guerre en 1940 et neuf émissions d'obligations de la Victoire entre 1941 et 1945, offrant au total 13 milliards de dollars de titres aux investisseurs particuliers. Un réseau coopératif de vente de ces titres a été établi sous l'autorité du Comité national des finances de guerre. Des comités nationaux, provinciaux et locaux plaçaient les titres auprès des investisseurs particuliers, qui pouvaient également les acheter par retenues salariales (Banque du Canada, 1980; Watts, 1993, p. 49).

Graphique 2

Encours de la dette canadienne négociable

Milliards de dollars



principalement pour objet la formation d'un marché monétaire intérieur qui aiderait la Banque du Canada dans la conduite de sa politique monétaire. Le gouverneur de la Banque estimait également que la création d'un marché secondaire des bons du Trésor s'imposait pour encourager l'élaboration d'autres instruments du marché monétaire et pour accroître l'efficacité des marchés de capitaux (voir Fullerton, 1986). Dans le cadre de sa stratégie visant à étendre la distribution des bons du Trésor à l'extérieur des banques, la Banque invita les courtiers en valeurs mobilières intéressés à assumer des responsabilités d'agent agréé (pour la tenue du marché ou la gestion de leurs portefeuilles) en échange d'un accès privilégié à la Banque pour le financement de leurs stocks de titres à court terme (moins de trois ans) du gouvernement canadien⁶. Un an plus tard, la Banque incitait les banques à charte à commencer à octroyer des prêts au jour le jour aux agents agréés. Jumelées à d'autres initiatives mises en place durant les années 1950 et 1960, ces mesures procurèrent au gouvernement divers avantages allant au-delà de l'efficacité accrue de la politique monétaire⁷. Notamment, le développement du marché monétaire entraîna un élargissement de la

6. Même si les courtiers devaient satisfaire à une série d'exigences pour obtenir le statut d'agent agréé, le respect de ces dernières ne suffisait pas à leur garantir l'obtention de ce statut. La Banque considérait ces exigences comme des lignes directrices et accordait le statut d'agent agréé aux courtiers en reconnaissance de leur présence sur le marché des titres du gouvernement canadien.

7. Il n'entre pas dans le cadre du présent article de fournir des détails sur les mesures mises en œuvre pour soutenir le développement du marché secondaire des bons du Trésor. Pour de plus amples renseignements, voir Lundrigan et Toll (1997) et Howard (1998).

base d'investisseurs dans les titres d'État à court terme, ce qui, par ricochet, aida les autorités à contenir le coût du financement public.

Durant les années 1970 et 1980, dans la foulée de l'augmentation progressive de la dette publique, le marché secondaire des obligations progressa à un point tel que le gouvernement et la Banque décidèrent de ressusciter les adjudications d'obligations intérieures négociables.

Durant les années 1970 et 1980, le gouvernement multiplia ses émissions d'obligations et de bons du Trésor afin de satisfaire des besoins de trésorerie croissants (Graphique 1). Dans la foulée de l'augmentation progressive de la dette publique (Graphique 2), le marché secondaire des obligations progressa à un point tel que le gouvernement et la Banque décidèrent de ressusciter les adjudications d'obligations intérieures négociables⁸. Ce changement débuta en 1983 avec le lancement d'une émission d'obligations à deux ans, suivie graduellement d'émissions assorties d'autres échéances. Le dernier placement consorsial d'obligations à coupons classiques, qui portait sur des obligations à 30 ans a eu lieu en décembre 1991⁹. La décision du gouvernement de vendre ses titres libellés en monnaie nationale par voie d'adjudication était également conforme à l'évolution des pratiques observée dans d'autres grands États souverains¹⁰.

À l'époque, le montant total des soumissions concurrentielles et non concurrentielles présentées par un

distributeur initial pour son propre compte et pour celui de clients était assujéti à un plafond¹¹. De même, on attendait tant des distributeurs initiaux que des agents agréés qu'ils maintiennent une présence continue sur le marché secondaire et qu'ils participent régulièrement aux adjudications en présentant des soumissions reflétant la juste valeur marchande des titres. Lors de chaque mise aux enchères, les agents agréés devaient présenter des soumissions à des prix raisonnables pour un montant concordant avec leur part respective du marché secondaire, mais sans obligation spécifique d'emporter un volume particulier de titres. Les limites de soumission des négociants incluaient les opérations des clients, et les participants aux adjudications n'étaient pas tenus de déclarer leur position nette.

De 1998 à 2005

En 1998, le gouvernement canadien apporte plusieurs changements importants au cadre de distribution de ses titres afin d'en renforcer l'intégrité¹². Les changements sont motivés par : i) la baisse prévue de la taille des adjudications attribuable à la diminution des besoins de financement de l'État (Graphique 1); ii) les activités de consolidation parmi les grandes banques et les maisons de courtage en valeurs mobilières, qui se traduisent par une concentration accrue de la participation aux adjudications de titres (Graphiques 3 et 4)¹³; et iii) l'influence croissante de chacun des acteurs du marché (investisseurs et courtiers). On estimait que ces facteurs conjugués pouvaient donner lieu, sur le marché des titres d'État, à une concentration indue (ou « accaparement ») susceptible de rendre les investisseurs et les courtiers moins enclins à acquérir et à négocier ces titres, ce qui aurait pour effet d'en réduire la liquidité et d'augmenter, en définitive, les

8. Attirés par les occasions d'affaires associées à l'accroissement de la dette publique, les banques et les courtiers étrangers firent leur entrée sur le marché des titres à revenu fixe canadiens comme distributeurs initiaux.

9. Dans le cas des obligations à rendement réel, on a fait appel à un syndicat financier jusqu'à la tenue de la première adjudication à prix uniforme (à la hollandaise) en avril 1995. Il s'agit là d'une adjudication prévoyant la vente des obligations au plus bas prix accepté (ou au taux de rendement le plus élevé), soit au prix garantissant le placement de la totalité de l'émission.

10. La plupart des pays industrialisés s'appuient sur un cadre de distribution pour la vente des titres d'État. Par rapport au modèle canadien, les cadres en vigueur dans les autres pays développés tendent à imposer moins d'obligations aux courtiers en ce qui a trait à leur participation aux adjudications, mais davantage en ce qui concerne leur rôle sur le marché secondaire (comme la tenue du marché et l'exécution de volumes minimaux de transactions au cours d'une période donnée).

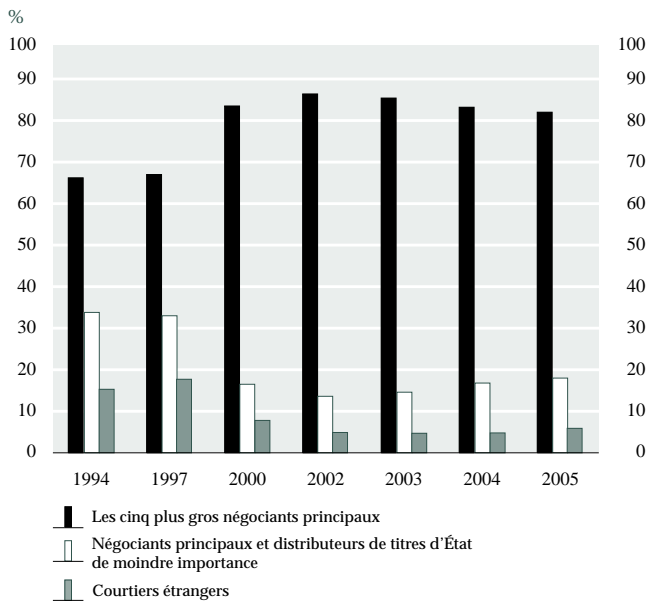
11. Les courtiers et leurs clients étaient autorisés à présenter à chaque adjudication des soumissions non concurrentielles, en plus de toute soumission concurrentielle. Les soumissions non concurrentielles étaient acceptées au taux de rendement moyen des soumissions concurrentielles adjudgées à l'égard de chaque tranche de bons du Trésor et d'obligations à rendement nominal. Dans le cas des obligations à rendement réel, les soumissions non concurrentielles étaient acceptées au taux de rendement réel le plus élevé des soumissions adjudgées. Ces règles sont toujours en vigueur. La formule des soumissions non concurrentielles a été adoptée pour favoriser une participation accrue aux adjudications, particulièrement des plus petits investisseurs. Pour plus de détails, voir Banque du Canada (1993 et 1996a).

12. Le gouvernement publie son premier document de travail portant sur les changements proposés en décembre 1996. Un deuxième document est rendu public en avril 1998, et un dernier document énonçant les nouvelles règles paraît en août 1998 (Banque du Canada, 1996b, 1998a et 1998b).

13. La concentration est demeurée élevée après 1998, et elle a joué un rôle dans le réexamen effectué en 2005 (voir la prochaine section).

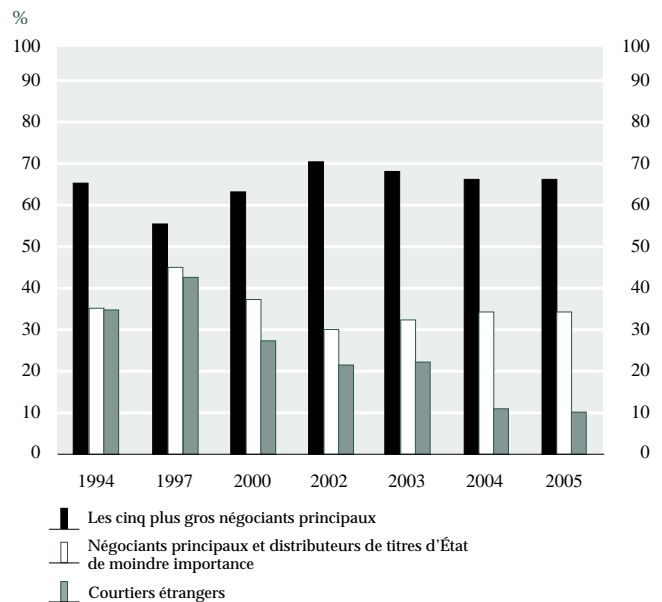
Graphique 3

Part des différentes catégories de courtiers sur le marché secondaire des bons du Trésor



Graphique 4

Part des différentes catégories de courtiers sur le marché secondaire des obligations



coûts d'emprunt du gouvernement¹⁴. Le marché des bons du Trésor américains avait fait l'objet de tels accaparements au début des années 1990.

Pour contrer pareille situation, le gouvernement décide de prendre des mesures destinées à préserver l'intégrité du processus d'adjudication. Parmi les plus importantes, citons l'établissement de limites de soumission distinctes pour les courtiers et leurs clients. Afin d'atténuer le risque qu'un participant accumule un montant excessif de titres, les soumissionnaires sont dorénavant tenus de déclarer leurs positions nettes à l'égard des titres mis aux enchères¹⁵. Parallèlement, l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM) adopte son Principe directeur n° 5 — *Code de conduite à l'intention des*

firmes membres de l'ACCOVAM négociant sur le marché canadien des titres d'emprunt. En outre, les distributeurs initiaux et les agents agréés sont remplacés par des distributeurs de titres d'État et un sous-groupe de ces derniers appelés négociants principaux. À l'instar des agents agréés, les négociants principaux doivent maintenir un certain volume d'activité sur le marché des titres du gouvernement du Canada, et les nouvelles règles en matière de participation les obligent à présenter des soumissions d'un montant minimal à des prix raisonnables à chaque adjudication, conformément aux modalités de participation. Cette disposition atténue le risque que se tienne une adjudication au cours de laquelle le montant mis aux enchères ne serait pas adjugé dans sa totalité. Les autres distributeurs de titres d'État n'ont pas à participer à chaque adjudication de titres d'État et à jouer ainsi le rôle de teneur de marché. Pour contrebalancer leurs responsabilités accrues, les négociants principaux se sont vu offrir, pour leur compte et pour celui de leurs clients, des limites de soumission supérieures à celles accordées aux autres distributeurs de titres¹⁶. Signalons enfin une autre modification, destinée à soutenir la liquidité du marché secondaire des titres d'État : les limites

14. « Il y a accaparement lorsqu'un participant à une adjudication, ou un groupe de participants, prend le contrôle d'un titre et en restreint l'offre sur le marché au comptant ou le marché des pensions » (Banque du Canada, 1998a). Dans un marché où la concentration excessive perdure, les courtiers hésitent à afficher les prix offerts, ce qui nuit au processus de découverte de prix et mine du même coup l'intégrité du processus d'adjudication et la liquidité du marché secondaire.

15. Par exemple, un courtier ou un client pourrait avoir acquis en quantité importante un titre faisant l'objet d'une réémission, ce qui peut être fait de plusieurs façons. Les dispositions de l'article 6.2 des *Modalités de participation des distributeurs de titres d'État aux adjudications* prévoient les règles relatives à la déclaration des positions nettes. On trouve les mêmes règles à l'article 4.2 des *Modalités de participation des clients aux adjudications*. On peut consulter ces deux documents dans le site Web de la Banque du Canada, à l'adresse www.banqueducanada.ca/fr/marches/marches_adjud-f.html.

16. Les négociants principaux bénéficient d'autres avantages non octroyés aux distributeurs de titres d'État, tels que celui d'être des contreparties privilégiées de la Banque du Canada dans le cadre d'opérations liées à la conduite de la politique monétaire.

de soumission des distributeurs de titres d'État sont maintenant établies en fonction à la fois de résultats obtenus par ces derniers aux adjudications et de leur activité sur le marché secondaire. Ces modifications ont aussi pour objet de créer, entre les divers intérêts, l'équilibre nécessaire à l'efficacité du cadre de distribution des titres de dette.

2005 : Dernière revue du modèle actuel de distribution des titres de dette

Facteurs à l'origine de la revue

En octobre 2004, dans le but de susciter des débats sur les modifications possibles du cadre de distribution des titres de dette, le gouvernement publie un document de travail dans le site Web de la Banque du Canada¹⁷. Cette initiative est motivée par la persistance de plusieurs des facteurs ayant donné lieu au précédent réexamen, en 1998. Globalement, il ressort de l'analyse effectuée que le cadre de distribution atteint ses objectifs, qui sont de procurer au gouvernement une source stable de financement à faible coût et d'assurer le bon fonctionnement continu du marché¹⁸.

Il ressort de l'analyse effectuée que le cadre de distribution atteint ses objectifs, qui sont de procurer au gouvernement une source stable de financement à faible coût et d'assurer le bon fonctionnement continu du marché.

Se fondant sur certaines tendances toujours présentes, le gouvernement estime néanmoins que des modifications mineures s'imposent. D'abord, les parts adjudgées aux clients lors des adjudications d'obligations sont en

17. Pour une version complète du document, voir Banque du Canada (2004). On consultera également Banque du Canada (2005a, 2005b et 2005c).

18. Les modifications apportées au cadre de distribution des titres de dette ont été complétées par des initiatives visant à maintenir le bon fonctionnement du marché, dont l'accent mis sur les émissions régulières d'obligations et de bons du Trésor assortis d'échéances clés, la constitution d'émissions de référence d'une taille cible établie en consultation avec les opérateurs du marché et l'instauration d'un programme de rachat d'obligations destiné à soutenir les émissions de nouvelles obligations de référence. Pour de plus amples renseignements sur ces initiatives, consulter les divers documents annuels sur la stratégie de gestion de la dette publiés dans le site du ministère des Finances, à l'adresse www.fin.gc.ca/purl/dms-f.html.

Tableau 1

Répartition des parts des participants sur le marché primaire des titres de dette (%)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Obligations, à l'exclusion des obligations à rendement réel							
Négociants principaux	88,7	89,7	85,2	90,5	91,9	96,8	94,5
Distributeurs de titres d'État autres que des négociants principaux	2,6	2,3	6,9	3,2	1,7	1,5	3,9
Clients	8,7	8,1	7,9	6,3	6,3	1,8	1,6
Courtiers étrangers*	31,4	28,6	19,0	17,9	15,9	18,6	14,0
Obligations à rendement réel							
Négociants principaux	48,3	45,7	39,4	50,7	33,9	51,3	49,1
Distributeurs de titres d'État autres que des négociants principaux	4,9	2,0	4,4	1,3	0,6	0,9	0,8
Clients	46,9	52,3	56,2	47,9	65,5	47,8	50,2
Courtiers étrangers*	30,6	15,4	10,0	9,1	8,6	9,2	12,4
Bons du Trésor							
Négociants principaux	84,1	86,7	87,0	84,1	84,9	85,2	89,1
Distributeurs de titres d'État autres que des négociants principaux	3,3	1,3	1,6	1,7	1,8	1,8	2,3
Clients	12,6	12,0	11,4	14,2	13,3	13,0	8,6
Courtiers étrangers*	16,1	13,4	14,3	13,9	8,7	12,0	13,7

* Les deux autres catégories (négociants principaux et distributeurs de titres d'État autres que des négociants principaux) comprennent aussi des courtiers étrangers.

recul constant depuis 1999 (Tableau 1)¹⁹. Les gains des courtiers étrangers ont également reculé par rapport à ceux des grands négociants principaux canadiens, particulièrement après le retrait du marché canadien des titres à revenu fixe, en 2001, de trois négociants américains. Par ailleurs, la concentration accrue de la participation des grands courtiers au marché secondaire persistait (Graphiques 3 et 4). En 1997, 30 négociants faisaient la distribution des titres du gouvernement du Canada, comparativement à 19 aujourd'hui. Enfin, le gouvernement avait noté l'utilisation accrue des systèmes de négociation électronique pour l'achat de titres à revenu fixe. Si le volume de transactions effectuées par l'intermédiaire de tels systèmes augmente, il ne représente encore qu'un pourcentage infime du marché.

19. Les montants d'obligations à rendement réel adjugés aux clients sont plus élevés, car il est difficile d'obtenir de telles obligations sur le marché secondaire. Celles-ci sont considérées comme des valeurs à conserver en portefeuille et ne sont pas négociées aussi activement que les autres titres du gouvernement canadien.

Les révisions

Les révisions apportées au cadre de distribution des titres entrées en vigueur le 13 décembre 2005 s'articulent autour de deux thèmes : accès élargi aux adjudications et maintien de l'intégrité du processus d'adjudication. Elles sont décrites ci-dessous et résumées au Tableau 2. Le lecteur peut également consulter les nouvelles modalités de participation aux adjudications imposées respectivement aux distributeurs de titres d'État et aux clients, de même que les règlements relatifs à ces adjudications, dans le site Web de la Banque du Canada²⁰.

Les révisions apportées au cadre de distribution des titres entrées en vigueur le 13 décembre 2005 s'articulent autour de deux thèmes : accès élargi aux adjudications et maintien de l'intégrité du processus d'adjudication.

1. Mesures visant à encourager une plus grande participation et à stimuler la concurrence aux adjudications

Les limites de soumission concurrentielle et non concurrentielle que les distributeurs de titres d'État et les négociants principaux peuvent présenter pour le compte de leurs clients ont été relevées pour permettre aux négociants d'accepter des ordres plus importants de la part de leurs clients et pour accroître l'accès de ces derniers aux adjudications. Le gouvernement a également consenti à ce que les systèmes de négociation parallèles admissibles²¹ puissent devenir des distributeurs de titres d'État, ces systèmes ayant la capacité de lui fournir un autre canal pour le placement de ses titres et d'encourager les petits investisseurs à prendre davantage part aux adjudications. Enfin, toujours afin de soutenir la

20. Voir notamment les rubriques « Règles et modalités » et « Règlements relatifs aux adjudications », à l'adresse www.banqueducanada.ca/fr/marches/marches_adjud-f.html.

21. Les systèmes de négociation électroniques sont des plateformes qui, comme leur nom l'indique, servent à la négociation des titres.

participation aux adjudications, le gouvernement a réduit les obligations minimales en matière de soumission imposées aux négociants principaux²².

2. Mesures visant à préserver l'intégrité du processus d'adjudication

Tous les distributeurs de titres qui ne sont pas des négociants principaux sont tenus de participer périodiquement aux adjudications. Cette obligation a été instituée pour favoriser la participation active aux adjudications d'un éventail d'opérateurs du marché intérieur des capitaux.

Le gouvernement canadien a cherché, dans la conception du cadre de distribution de ses titres, à préserver un juste équilibre entre divers intérêts. Pour favoriser la participation du plus grand nombre, il a décidé de permettre aux intermédiaires du marché (soit les distributeurs de titres d'État) et aux clients de prendre part aux adjudications. Les distributeurs de titres d'État jouissent d'un avantage aux adjudications du fait que les ordres des clients doivent passer par eux. Ils acquièrent ainsi, sur le pouls du marché, des renseignements qui peuvent les aider à formuler des offres plus éclairées. En confiant leurs soumissions (concurrentielles ou non) aux distributeurs, les clients obtiennent indirectement un accès assuré aux adjudications. De plus, ils peuvent faire appel à autant de distributeurs qu'ils le souhaitent pour la présentation de leurs offres. Les négociants principaux bénéficient de limites de soumission supérieures à celles des autres distributeurs de titres d'État, car celles-ci tiennent compte des résultats qu'ils obtiennent aux adjudications et de leur activité sur le marché secondaire²³. Afin de garantir le succès de chaque adjudication, les limites de soumission supérieures offertes aux négociants principaux s'accompagnent d'obligations en matière de soumissions minimales.

22. La méthode de calcul des limites de soumission des distributeurs de titres d'État a également été modifiée pour mieux rendre compte de la diversité des opérations sur titres d'État auxquelles ceux-ci participent. Pour plus de détails, voir l'article 9 des *Modalités de participation des distributeurs de titres d'État aux adjudications*, à l'adresse www.banqueducanada.ca/fr/adjud/aucpa-fv2.pdf.

23. Les négociants principaux sont également les seules contreparties : i) pour les opérations d'open market de la Banque du Canada aux fins de la conduite de la politique monétaire; ii) pour les opérations de pension à plus d'un jour qui servent habituellement à contrebalancer l'augmentation de la demande de billets de banque; et iii) pour les prêts de titres inscrits au bilan de la Banque du Canada et destinés à soutenir temporairement la liquidité des titres du gouvernement canadien lorsque leur coût sur le marché des pensions est exceptionnellement élevé.

Les révisions

Les révisions apportées au cadre de distribution des titres entrées en vigueur le 13 décembre 2005 s'articulent autour de deux thèmes : accès élargi aux adjudications et maintien de l'intégrité du processus d'adjudication. Elles sont décrites ci-dessous et résumées au Tableau 2. Le lecteur peut également consulter les nouvelles modalités de participation aux adjudications imposées respectivement aux distributeurs de titres d'État et aux clients, de même que les règlements relatifs à ces adjudications, dans le site Web de la Banque du Canada²⁰.

Les révisions apportées au cadre de distribution des titres entrées en vigueur le 13 décembre 2005 s'articulent autour de deux thèmes : accès élargi aux adjudications et maintien de l'intégrité du processus d'adjudication.

1. Mesures visant à encourager une plus grande participation et à stimuler la concurrence aux adjudications

Les limites de soumission concurrentielle et non concurrentielle que les distributeurs de titres d'État et les négociants principaux peuvent présenter pour le compte de leurs clients ont été relevées pour permettre aux négociants d'accepter des ordres plus importants de la part de leurs clients et pour accroître l'accès de ces derniers aux adjudications. Le gouvernement a également consenti à ce que les systèmes de négociation parallèles admissibles²¹ puissent devenir des distributeurs de titres d'État, ces systèmes ayant la capacité de lui fournir un autre canal pour le placement de ses titres et d'encourager les petits investisseurs à prendre davantage part aux adjudications. Enfin, toujours afin de soutenir la

20. Voir notamment les rubriques « Règles et modalités » et « Règlements relatifs aux adjudications », à l'adresse www.banqueducanada.ca/fr/marches/marches_adjud-f.html.

21. Les systèmes de négociation électroniques sont des plateformes qui, comme leur nom l'indique, servent à la négociation des titres.

participation aux adjudications, le gouvernement a réduit les obligations minimales en matière de soumission imposées aux négociants principaux²².

2. Mesures visant à préserver l'intégrité du processus d'adjudication

Tous les distributeurs de titres qui ne sont pas des négociants principaux sont tenus de participer périodiquement aux adjudications. Cette obligation a été instituée pour favoriser la participation active aux adjudications d'un éventail d'opérateurs du marché intérieur des capitaux.

Le gouvernement canadien a cherché, dans la conception du cadre de distribution de ses titres, à préserver un juste équilibre entre divers intérêts. Pour favoriser la participation du plus grand nombre, il a décidé de permettre aux intermédiaires du marché (soit les distributeurs de titres d'État) et aux clients de prendre part aux adjudications. Les distributeurs de titres d'État jouissent d'un avantage aux adjudications du fait que les ordres des clients doivent passer par eux. Ils acquièrent ainsi, sur le pouls du marché, des renseignements qui peuvent les aider à formuler des offres plus éclairées. En confiant leurs soumissions (concurrentielles ou non) aux distributeurs, les clients obtiennent indirectement un accès assuré aux adjudications. De plus, ils peuvent faire appel à autant de distributeurs qu'ils le souhaitent pour la présentation de leurs offres. Les négociants principaux bénéficient de limites de soumission supérieures à celles des autres distributeurs de titres d'État, car celles-ci tiennent compte des résultats qu'ils obtiennent aux adjudications et de leur activité sur le marché secondaire²³. Afin de garantir le succès de chaque adjudication, les limites de soumission supérieures offertes aux négociants principaux s'accompagnent d'obligations en matière de soumissions minimales.

22. La méthode de calcul des limites de soumission des distributeurs de titres d'État a également été modifiée pour mieux rendre compte de la diversité des opérations sur titres d'État auxquelles ceux-ci participent. Pour plus de détails, voir l'article 9 des *Modalités de participation des distributeurs de titres d'État aux adjudications*, à l'adresse www.banqueducanada.ca/fr/adjud/aucpa-fv2.pdf.

23. Les négociants principaux sont également les seules contreparties : i) pour les opérations d'open market de la Banque du Canada aux fins de la conduite de la politique monétaire; ii) pour les opérations de pension à plus d'un jour qui servent habituellement à contrebalancer l'augmentation de la demande de billets de banque; et iii) pour les prêts de titres inscrits au bilan de la Banque du Canada et destinés à soutenir temporairement la liquidité des titres du gouvernement canadien lorsque leur coût sur le marché des pensions est exceptionnellement élevé.

Tableau 2

Modifications apportées au modèle de distribution des titres de dette[†]

	Limites de soumission concurrentielle		Limites de soumission non concurrentielle		Plafond de la fourchette des offres dont les prix sont jugés raisonnables		Obligations minimales de participation	
	1998	2005	1998	2005	1998	2005	1998	2005
Négociants principaux								
Pour leur compte	Bons du Trésor : 25 % Obligations : de 10 % à 25 %	Aucune modification	3 millions de dollars	Aucune modification	Taux limite + 5 points de base**	Taux limite + 10 points de base	50 % de la limite de soumission à chaque adjudication	Aucune modification
Pour le compte de leurs clients	Limite de soumission du négociant principal	Limite de 25 % du montant à adjuger	3 millions de dollars	• 10 millions de dollars • 3 millions de dollars pour les ORR*	Aucun	Aucune modification	Aucune	Aucune modification
Au total	Limite de 40 % du montant à adjuger	Aucune modification	6 millions de dollars	• 13 millions de dollars • 6 millions de dollars pour les ORR	Aucun	Aucune modification	50 % de la limite de soumission à chaque adjudication	Aucune modification
Distributeurs de titres d'État								
Pour leur compte	Bons du Trésor : 10 % Obligations : de 1 à 9 %	Aucune modification	3 millions de dollars	Aucune modification	Aucun	Aucune modification	Aucune	Acceptation d'une soumission (concurrentielle ou non) tous les six mois pour son propre compte ou pour celui de clients
Pour le compte de leurs clients	Limite de 5 % ou limite de soumission du distributeur de titres d'État, selon le plus élevé des deux montants	Limite de 10 % du montant à adjuger	3 millions de dollars	• 10 millions de dollars • 3 millions de dollars pour les ORR	Aucun	Aucune modification	Aucune	Aucune
Clients	25 %	Aucune modification	3 millions de dollars	5 millions de dollars	Aucun	Aucune modification	Aucune	Aucune modification

[†] Les modifications apportées au cadre de distribution des titres de dette figurent en caractères gras.

* ORR : obligations à rendement réel

** Depuis le 1^{er} juin 2004, le plafond qui est appliqué à titre d'essai lors des adjudications d'obligations à rendement réel en forte demande est le suivant : taux de rendement sur le marché secondaire majoré de cinq points de base.

Conclusion

Le cadre de distribution des titres de dette évolue de pair avec les conditions du marché et les besoins de financement du gouvernement. La tendance vers une concentration accrue, aussi bien sur le marché primaire que sur le marché secondaire, de même que les innovations financières continueront de poser un défi

sur le plan du maintien de l'efficacité de ce cadre. Un cadre de distribution solide et efficace est essentiel pour permettre au gouvernement d'atteindre les objectifs qu'il poursuit dans sa stratégie de gestion de la dette, à savoir une source stable de financement à faible coût et le bon fonctionnement continu du marché de ses titres.

Ouvrages et articles cités

- Arnone, M., et G. Iden (2003). « Primary Dealers in Government Securities: Policy Issues and Selected Countries' Experience », document de travail n° 45, Fonds monétaire international.
- Arnone, M., et P. Ugolini (2005). *Primary Dealers in Government Securities*, Washington, Fonds monétaire international.
- Banque du Canada (1972). « Les bons du Trésor du gouvernement canadien », *Revue de la Banque du Canada* (mai), p. 3-13.
- (1980). « Les obligations négociables du gouvernement canadien », *Revue de la Banque du Canada* (mars), p. 3-14.
- (1993). « Dispositions administratives relatives à l'adjudication des titres du gouvernement canadien », *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 71-76.
- (1996a). « Modifications apportées aux dispositions administratives relatives à l'adjudication des titres du gouvernement canadien », *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 55-60.
- (1996b). « Projet de modification des règles régissant les adjudications de titres du gouvernement canadien et la surveillance de celles-ci par la Banque du Canada », document de travail n° 1 (19 décembre).
- (1998a). « Projet de modification des règles régissant les adjudications de titres du gouvernement canadien et la surveillance de celles-ci par la Banque du Canada », document de travail n° 2 (8 avril).
- (1998b). « Nouvelles règles régissant les adjudications de titres du gouvernement canadien et la surveillance de celles-ci par la Banque du Canada », rapport final (11 août).
- (2004). « Publication de deux documents de consultation sur la stratégie de gestion de la dette pour 2005-2006 et sur le cadre de distribution des titres de dette du gouvernement canadien » (octobre). Document accessible dans le site Web de la Banque, à l'adresse www.banqueducanada.ca/fr/avis_fmd/2004/not181004-f.html.
- Banque du Canada (2005a). « Consultations sur la stratégie de gestion de la dette pour 2005-2006 et réexamen du cadre de distribution des titres de dette — Résumé des commentaires » (mars). Document accessible dans le site Web de la Banque, à l'adresse www.banqueducanada.ca/fr/avis_fmd/2005/not210305-f.html.
- (2005b). « Réexamen du cadre de distribution des titres de dette du gouvernement canadien » (août). Document accessible dans le site Web de la Banque, à l'adresse www.banqueducanada.ca/fr/avis_fmd/2005/not080805-f.html.
- (2005c). « Modification des modalités de participation et des règlements relatifs aux adjudications de titres du gouvernement du Canada » (octobre). Document accessible dans le site Web de la Banque, à l'adresse www.banqueducanada.ca/fr/avis_fmd/2005/not271005-f.html.
- Branion, A. (1995). « Le marché des obligations du gouvernement canadien depuis 1980 », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 3-21.
- Fullerton, D. (1986). *Graham Towers and His Times*, Toronto, McClelland and Stewart.
- Howard, D. (1998). « La mise en œuvre de la politique monétaire à l'ère du STPGV : notions de base », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 57-66.
- Lundrigan E., et S. Toll (1997). « Le marché du financement à un jour au Canada », *Revue de la Banque du Canada* (hiver 1997-1998), p. 27-42.
- Watts, G. (1993). *La Banque du Canada : origines et premières années*, sous la direction de T. Rymes, Ottawa, Carleton University Press.

Discours

Introduction

Dans un discours prononcé le 29 mars devant la New York Association for Business Economics, le gouverneur, David Dodge, a traité du problème mondial que constituent les déséquilibres importants et persistants des balances courantes ainsi que de la nécessité pour tous les pays d'adopter des politiques qui permettront aux forces du marché de les résorber. Selon le gouverneur, les décideurs publics ont pour mandat de fournir un cadre qui permette aux forces du marché de favoriser un ajustement ordonné. Le 30 mars, dans la conférence qu'il a donnée à la Woodrow Wilson School of Public and International Affairs de l'Université de Princeton, M. Dodge s'est penché sur la nécessité pour le monde de disposer d'une institution apte à promouvoir un ordre monétaire nouveau, c'est-à-dire un système financier international fondé sur le marché et fonctionnant bien. Le gouverneur a exposé son point de vue sur le rôle fondamental que le Fonds monétaire international devrait jouer aujourd'hui sur la scène mondiale et sur les changements qui devraient être mis en place pour que celui-ci devienne cette institution « idéale ».

Le 9 mars, le sous-gouverneur Tiff Macklem a prononcé un discours devant le Global Interdependence Center à Philadelphie. Il a expliqué la façon dont les banques centrales se sont ajustées pour pouvoir relever les défis de la mondialisation et a exposé comment les enseignements que celles-ci ont tirés de cette expérience peuvent s'appliquer au FMI.

Les trois discours sont reproduits dans la présente livraison de la *Revue*. Il est possible de consulter le texte intégral des autres discours du gouverneur dans le site Web de la Banque (www.banqueducanada.ca). En voici quelques-uns :

3 mai 2006	Déclaration préliminaire devant le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce
27 avril 2006	Déclaration préliminaire faite après la publication du <i>Rapport sur la politique monétaire</i>
6 février 2006	Allocution devant la Barbados International Business Association, Bridgetown (Barbade)
26 janvier 2006	Déclaration préliminaire faite après la publication de la <i>Mise à jour du Rapport sur la politique monétaire</i>
12 décembre 2005	Allocution devant la Chambre de commerce de Regina, Regina (Saskatchewan)
28 novembre 2005	Allocution devant le Conseil canadien des sociétés publiques-privées, Toronto (Ontario)
14 novembre 2005	Allocution au colloque visant à souligner le 80 ^e anniversaire de la Banque du Mexique, Mexico (Mexique)
9 novembre 2005	Allocution devant l'Association des MBA du Québec (AMBAQ), Montréal (Québec)
4 novembre 2005	Allocution au colloque international de la Banque de France, Paris (France)

Les déséquilibres mondiaux : Pourquoi s'en soucier? Comment y remédier?

*Allocution prononcée par David Dodge
gouverneur de la Banque du Canada
devant la New York Association for Business Economics
New York (New York)
le 29 mars 2006*

Aujourd'hui, je vais vous entretenir des déséquilibres des balances courantes à l'échelle mondiale, exposer les raisons pour lesquelles nous devons nous en préoccuper et les moyens auxquels nous pouvons recourir afin d'en faciliter la résorption. J'évoquerai ensuite la nécessité de mettre en place un système monétaire international propre à favoriser des solutions aux déséquilibres mondiaux fondées sur le marché et à lever les obstacles existants à ce type de solution.

Les déséquilibres mondiaux

Avant d'expliquer pourquoi nous devons nous soucier des déséquilibres mondiaux des balances courantes, je voudrais préciser mon propos. Par « déséquilibres mondiaux », j'entends le déficit persistant et croissant de la balance courante des États-Unis, auquel font écho les excédents substantiels et grandissants de la balance d'autres pays, notamment asiatiques. Ces déséquilibres sont liés aux flux financiers engendrés par un mauvais appariement entre l'épargne et l'investissement à l'échelle internationale. En l'occurrence, depuis la fin de la dernière décennie, de nombreux pays ont accru leur épargne nationale nette, alors que les États-Unis continuaient à réduire la leur et devenaient de plus en plus dépendants du financement étranger.

Les déséquilibres géographiques ne sont pas une mauvaise chose en soi, pas plus que les flux financiers

qui en découlent. En fait, il devrait être possible pour les marchés mondiaux de mettre en relation emprunteurs et épargnants de pays différents. Un tel processus favoriserait une croissance économique planétaire plus vigoureuse, puisque les pays disposant d'une épargne excédentaire pourraient investir là où l'épargne intérieure est insuffisante.

Dans un monde idéal, les marchés des biens, des services et des capitaux fonctionneraient de façon efficiente. Les fonds en provenance des zones d'épargne excédentaire seraient canalisés vers les régions riches en projets d'investissement. Dans ce monde idéal, rien n'entraverait la libre circulation des travailleurs au sein des marchés nationaux du travail, ni le commerce des biens et services, ni non plus le mouvement des capitaux de part et d'autre des frontières.

Dans ce contexte parfait, nous devrions voir, à mesure que les économies évoluent, les flux d'épargne se déplacer vers les régions particulièrement pourvues en possibilités d'investissement, où également les marchés offrent des rendements intéressants. Ces flux donneraient lieu à des périodes d'excédents ou de déficits courants, qui n'inquiéteraient personne, car ils seraient résorbés par les mécanismes d'ajustement du marché. Et comme notre économie mondiale est une économie fermée — en dehors des missions martiennes, nous n'exportons pas encore sur d'autres planètes —, nous verrions la croissance de l'épargne dans une partie du globe contrebalancer la hausse de la demande intérieure ailleurs.

Pourquoi s'en soucier?

Dans ce monde idéal où aucune intervention politique ne vient gêner le fonctionnement efficient des marchés, les déséquilibres pourraient se corriger d'eux-mêmes, de façon ordonnée. Nous ne vivons malheureusement

pas dans un tel monde. En Europe et en Asie, les marchés du travail manquent de flexibilité, et la réaffectation de la main-d'œuvre se fait difficilement. Les politiques budgétaires et sociales appliquées à l'intérieur des frontières contribuent souvent à freiner l'investissement et à encourager l'épargne excessive dans certaines régions du monde, de même qu'à surstimuler la consommation dans d'autres. De plus, des obstacles à la libre circulation des biens et des services persistent entre les nations.

Parallèlement, le secteur bancaire et les marchés financiers continuent d'être soumis dans certains pays à une réglementation rigide et inefficace. D'autre part, des États importants, surtout d'Asie, conservent un taux de change sous-évalué en intervenant sur les marchés des changes et en restreignant les mouvements de capitaux. Ce faisant, ils accumulent des réserves excessives.

En raison de ces complications (rigidité sur le marché du travail, politiques budgétaires inappropriées, entraves au libre-échange et dysfonctionnement des marchés financiers), les mécanismes stabilisateurs du marché ne peuvent pas remplir leur rôle comme ils le devraient. Ainsi, ces déséquilibres des balances courantes risquent de perdurer et de finir par se résorber de manière désordonnée.

Quels sont les risques?

Permettez-moi de prendre quelques minutes pour vous exposer ces risques. Premièrement, l'épargne privée et publique pourrait augmenter, et les dépenses, baisser aux États-Unis, sans augmentation correspondante de la demande dans le reste du monde. Si cette chute de la demande américaine ne s'accompagne pas d'une poussée de la demande dans d'autres pays, l'économie de la planète risquerait de plonger dans une phase d'expansion très lente, pouvant être ponctuée d'épisodes de récession pure et simple. Deuxièmement, l'intérêt des investisseurs pour les titres américains pourrait diminuer fortement, ce qui perturberait considérablement les marchés financiers internationaux. L'instabilité du secteur financier pourrait se répercuter sur les échanges de biens et de services et provoquer un recul encore plus prononcé de la demande et de la production. Troisièmement, ces événements pourraient amener les gouvernements à recourir à des mesures protectionnistes malavisées, qui auraient pour effet d'aggraver les dommages causés à l'économie mondiale.

La théorie et l'histoire économiques nous montrent que l'endettement d'un pays envers l'étranger ne peut grossir indéfiniment en proportion de son PIB, même un pays comme les États-Unis, dont la monnaie constitue une monnaie de réserve. Rien ne nous autorise à penser que l'économie mondiale échapperait aujourd'hui aux contraintes économiques et financières, tant historiques que fondamentales. Rien n'indique non plus que notre époque fait exception. Il y a tout lieu de croire au contraire qu'un ajustement à ces déséquilibres s'opérera par la voie du marché.

Rien ne nous autorise à penser que l'économie mondiale échapperait aujourd'hui aux contraintes économiques et financières, tant historiques que fondamentales. Il y a tout lieu de croire au contraire qu'un ajustement à ces déséquilibres s'opérera par la voie du marché.

Si cet ajustement se produit de façon désordonnée, il pourrait provoquer une contraction soudaine de la demande et des prix, qui se traduira par un repli de la production. Il pourrait aussi entraîner une correction brutale des marchés financiers et des taux de change. Le pire serait que ces deux événements se produisent.

Les moyens d'action

Toutes ces raisons expliquent notre inquiétude devant les risques que recèlent les déséquilibres des balances courantes, et expliquent pourquoi la Banque du Canada porte une attention particulière à ces risques. Les pouvoirs publics à l'échelle du monde ont le devoir de faciliter les ajustements d'une manière qui soit propice au maintien de la croissance planétaire à son plein potentiel et qui atténue les effets de ces risques. Nous avons pour mandat de fournir un cadre qui permette aux forces du marché de favoriser un ajustement ordonné.

Que pouvons-nous donc faire ensemble pour contribuer à éviter un ajustement désordonné? Quelle assurance

les responsables économiques et financiers peuvent-ils contracter contre ce genre de risques?

J'ai indiqué tout à l'heure que la résorption des déséquilibres mondiaux exigera des solutions fondées sur le marché. Dans de nombreux cas, il faudra, pour mettre en place le cadre approprié, abandonner une partie des politiques qui empêchent les marchés de corriger les déséquilibres. C'était d'ailleurs le thème des discussions du G7 à Boca Raton, il y a deux ans. Permettez-moi de revenir brièvement sur les réformes demandées alors, dans le communiqué final des participants. Je passerai ensuite en revue les progrès accomplis.

Les banquiers centraux et les ministres des Finances sont sortis de leur réunion de Boca Raton avec une liste d'orientations stratégiques clés pour corriger les déséquilibres des balances courantes à l'échelle internationale. Cinq priorités étaient énoncées. D'abord, l'application de politiques microéconomiques à même d'améliorer la flexibilité, la croissance de la productivité et l'emploi; ensuite, le développement de marchés financiers nationaux efficaces; en outre, la reprise du cycle de négociations multilatérales sur le commerce menées dans le cadre de la déclaration de Doha; puis, l'adoption de politiques budgétaires saines; enfin, des taux de change flexibles qui tiennent compte des facteurs économiques fondamentaux et sont propices à des ajustements harmonieux.

Pour corriger les déséquilibres mondiaux des comptes courants d'une manière ordonnée et efficace qui soutienne une croissance durable, nous devons accomplir des progrès sur tous ces fronts. Les pays ne pourront se contenter de choisir une ou deux de ces priorités et laisser les autres de côté. Et nous aurions tort de croire que les déséquilibres économiques vont se régler sans heurts à l'aide des seuls ajustements de taux de change. Il faudra que des progrès de grande ampleur soient réalisés simultanément par un grand nombre de pays.

Passons en revue les avancées que nous avons faites collectivement au regard de ces priorités au cours des deux années écoulées depuis notre réunion à Boca Raton. Je commencerai par les politiques microéconomiques intérieures. Les réformes nationales sont importantes, car si chaque pays s'emploie à mettre de l'ordre dans ses affaires, nous augmentons nos chances d'y parvenir également à l'échelle internationale.

Au sein des économies nationales efficaces, l'épargne circule d'un secteur à l'autre et d'une région à l'autre

sans grand risque de perturbation, parce que les mécanismes de marché — comme les variations des salaires et des prix relatifs — y opèrent librement. Partout dans le monde, les autorités doivent mettre en œuvre des politiques nationales qui favorisent le bon fonctionnement des marchés des biens, des services, des capitaux et du travail. Tout particulièrement, il faut que les marchés du travail soient suffisamment flexibles pour faciliter le déplacement des travailleurs d'un secteur à l'autre, à mesure que l'économie s'ajuste en fonction de la conjoncture. S'ils ne le sont pas, la confiance s'en trouve ébranlée. En effet, les entreprises hésitent à embaucher lorsque les règles de marché sont contraignantes, et les ménages s'abstiennent de dépenser dans un contexte de taux de chômage élevés. En encourageant la flexibilité des marchés intérieurs, les décideurs publics du monde entier pourraient raviver la confiance et stimuler la croissance. Les économies qui prendraient de telles mesures en profiteraient, et cela contribuerait à la correction des déséquilibres mondiaux au fil du temps, à condition que les politiques macroéconomiques puissent atténuer les fluctuations de la demande à court terme.

Pour corriger les déséquilibres mondiaux des comptes courants d'une manière ordonnée et efficace qui soutienne une croissance durable, nous devons accomplir des progrès sur plusieurs fronts.

Depuis la rencontre de Boca Raton, des efforts ont été déployés afin d'accroître la flexibilité dans certaines régions, mais sans grand résultat. Cette situation est compréhensible, car, politiquement, les mesures visant à assouplir le marché de l'emploi peuvent s'avérer très difficiles à mettre en application. Quoiqu'il en soit, la rigidité du marché du travail, surtout en Europe et au Japon, reste un obstacle sérieux aux ajustements.

Le deuxième domaine jugé prioritaire est le développement des marchés financiers nationaux. L'objectif est de faire en sorte que les marchés ne subissent pas de distorsions provoquées par des contrôles de capitaux ou d'autres politiques interventionnistes. Il importe

que les décideurs publics d'Asie laissent leurs systèmes financiers intérieurs remplir leur rôle.

Nous devons reconnaître la complexité de cette réforme et le temps que celle-ci exigera. D'autre part, nous devons admettre que des progrès ont été accomplis quant aux systèmes bancaires et financiers de plusieurs pays depuis la crise asiatique de 1997-1998. Mais il n'en demeure pas moins qu'il faudra encore un certain temps avant que les marchés de cette région n'atteignent leur efficacité optimale et que des mesures incitatives suffisantes et appropriées ne soient en place pour amener les ménages d'Asie à réduire leur épargne et à augmenter leur consommation.

Ce problème n'est pas confiné au continent asiatique. L'Europe aussi a beaucoup de chemin à parcourir avant d'être en mesure d'établir un euromarché des capitaux unique, sans parler d'un marché ouvert au-delà des frontières de cette région. Et je constate, avec une certaine consternation, la montée du nationalisme économique en ce qui concerne les investissements directs étrangers, non seulement en Asie et en Europe, mais aussi aux États-Unis.

La troisième priorité que nous avons définie à Boca Raton est la reprise des négociations multilatérales de Doha. Il est crucial que tous les pays unissent leurs efforts pour préserver et accroître la libre circulation des biens et des services. Ils y parviendront en menant à bien le cycle de négociations de Doha et en donnant à l'Organisation mondiale du commerce les moyens de veiller à ce que les règles adoptées soient appliquées. Nous devons tous affirmer notre opposition au protectionnisme. Pourtant, deux ans après Boca Raton, les progrès dans le dossier des échanges commerciaux semblent au point mort. Le protectionnisme est une menace véritable qui va grandissant, et il se dresse de plus en plus de barrières à la circulation des capitaux. Au lieu d'assister à une ouverture accrue en matière d'échanges et d'investissements, nous voyons des signes d'un isolationnisme croissant.

Notre quatrième priorité consiste en une politique budgétaire saine à moyen terme. Les pays devraient mener des politiques qui contribuent à un niveau soutenable de la consommation des ménages et de l'État ainsi qu'à un faible ratio de la dette publique au PIB. Et bien que nous n'ayons pas discuté des objectifs de la politique monétaire dans le communiqué de Boca Raton, nous savons tous qu'une politique budgétaire prudente donne les meilleurs résultats lorsqu'elle

est conjuguée à une politique monétaire qui favorise un niveau d'inflation bas et stable. De telles politiques donnent aux entreprises et aux consommateurs l'assurance que la valeur de leur argent ne s'érodera pas au fil du temps à cause d'une inflation élevée ou de taux d'imposition excessifs. Des politiques budgétaires et monétaires saines sont nécessaires aux États-Unis, en Europe et au Japon pour stimuler la confiance des investisseurs et des ménages. L'assainissement des finances publiques américaines contribuerait aussi à la résorption des déséquilibres mondiaux.

La cinquième priorité a trait à l'adoption d'un taux de change plus flexible qui tienne compte des facteurs économiques fondamentaux et favorise les ajustements en douceur. Étant donné que les marchés du travail sont encore assez rigides et que les salaires et les prix mettent du temps à absorber les chocs, un taux de change flottant constitue un mécanisme d'ajustement important pour de nombreux pays, dont le Canada. Un taux de change fondé sur le marché peut jouer un rôle utile comme « amortisseur de chocs », et aide l'économie à réagir aux fluctuations externes de la demande plus efficacement qu'un taux de change fixe.

Certains pays d'Asie mènent une stratégie de croissance axée sur l'exportation en arrimant la valeur de leur monnaie au dollar américain par des interventions stérilisées persistantes sur le marché des changes. Cette démarche s'est traduite par une accumulation de réserves de change excessives et a aggravé les déséquilibres à l'échelle du globe.

En théorie, il n'y a rien de mal à ce que des pays optent pour un taux de change nominal fixe. En pratique, toutefois, cette décision pose des problèmes de taille, car les taux réels doivent s'ajuster aux chocs externes. Le premier problème, c'est qu'en régime de changes fixes, l'économie doit s'ajuster à ces chocs par de brusques variations des prix intérieurs. Ainsi, les pays qui affichent une balance courante excédentaire devraient connaître de forts taux d'expansion du crédit intérieur, ce qui entraîne une inflation élevée. Mais lorsque les autorités recourent à des politiques de stérilisation pour essayer de contrebalancer les conséquences sur leurs prix intérieurs de leurs interventions sur les marchés des changes, elles retardent l'ajustement de l'économie à l'échelle tant nationale que mondiale. En outre, de telles interventions déclenchent des velléités protectionnistes susceptibles de freiner la progression du commerce international qui

est à l'origine de la hausse des revenus aux quatre coins de la planète. C'est ce genre de politiques protectionnistes que les pays développés cherchaient à éviter lorsqu'ils se sont réunis, il y a 60 ans, lors de la conférence monétaire et financière des Nations Unies tenue à Bretton Woods, au New Hampshire.

Une plus grande flexibilité des taux de change représente peut-être la plus importante des cinq priorités que j'ai exposées aujourd'hui. Mais, comme je le disais un peu plus tôt, la correction ordonnée des déséquilibres mondiaux nécessitera des progrès sur l'ensemble des cinq fronts. Il en résultera comme bénéfique un meilleur accès à un marché mondial en pleine croissance. Et les citoyens des pays émergents en tireront plusieurs avantages : une économie plus flexible, une hausse des revenus réels et une amélioration du niveau de vie.

Le cadre international

Ces réformes et d'autres qui visent à résorber les déséquilibres mondiaux peuvent être mises en œuvre plus aisément si l'on réforme également les institutions financières qui supervisent l'économie du globe. J'ai déjà mentionné la conférence de Bretton Woods, il y a 60 ans, qui a créé un ordre monétaire international pour aider à réparer les dommages de la Grande Dépression et de la Seconde Guerre mondiale. Aujourd'hui, nous devons nous atteler à bâtir un ordre monétaire international adapté au XXI^e siècle et qui favorise des solutions aux déséquilibres mondiaux fondées sur le marché.

Aujourd'hui, nous devons nous atteler à bâtir un ordre monétaire international adapté au XXI^e siècle et qui favorise des solutions aux déséquilibres mondiaux fondées sur le marché.

Pour réaliser ces solutions, il nous faut un cadre permettant de gérer un monde où les économies ouvertes interagissent avec celles dont les marchés ne sont pas encore autorisés à fonctionner librement. Nous devons tenir compte du fait que certaines

économies importantes sur le plan systémique, dont la Chine, préfèrent toujours la stabilité d'un taux de change fixe, ou quasi fixe. Nous avons besoin de règles grâce auxquelles les signaux du marché seront perçus clairement et les forces du marché opéreront pendant ce qui pourrait être une longue période de coexistence des systèmes de changes fixes et des systèmes de changes flottants.

Pour construire ce cadre et mettre au point ces règles, il nous faut une enceinte internationale où nous pouvons tous nous réunir, de même qu'une institution chargée de voir à l'élaboration et à la réussite durable de ce cadre. À mon sens, cette institution devrait être le Fonds monétaire international (FMI), mais un FMI revitalisé et plus représentatif de l'économie mondiale au XXI^e siècle, cela s'entend. Un FMI renouvelé pourrait utiliser son rôle de surveillance de manière à être plus direct quant aux résultats qu'impliquent les différents régimes sur le plan des politiques. Le FMI pourrait et devrait être l'arbitre de l'ordre économique mondial et oser interpellier les pays qui n'obéissent pas aux règles du jeu. Il pourrait fournir le soutien requis pour que les marchés fonctionnent avec une efficacité optimale, surveiller les risques, fournir les alertes rapides nécessaires et contribuer à corriger les vulnérabilités avant qu'elles ne se transforment en crises. Bref, un FMI renouvelé pourrait nous aider à cheminer vers un système financier international efficace, fondé sur le marché, dans lequel les marchés fourniraient les incitations qui conduiraient à une résolution ordonnée des déséquilibres mondiaux. J'aurai l'occasion de développer davantage ce thème lors de la conférence que je prononcerai demain à l'Université de Princeton.

Conclusion

Permettez-moi de conclure. Nous faisons tous partie de l'économie mondiale. Une perturbation économique majeure, comme la correction désordonnée des déséquilibres mondiaux, se répercutera sur tous les pays. Nous devons agir ensemble maintenant afin de réduire au maximum les risques d'une telle perturbation. À l'échelle nationale, les décideurs doivent favoriser le bon fonctionnement des marchés des biens, des services, des capitaux et du travail. Sur la scène internationale, les décideurs doivent établir un cadre permettant une résolution des déséquilibres mondiaux qui soit harmonieuse et fondée sur le marché.

Il n'est pas nécessaire de créer un monde parfait. En revanche, nous devons faire des progrès — et de véritables progrès — en ce qui a trait à l'accroissement de l'efficacité des marchés financiers, de la flexibilité des régimes de change et de l'ouverture du commerce international ainsi qu'à l'amélioration des politiques budgétaires et structurelles.

Il ne serait pas réaliste de donner à entendre que nous pouvons construire du jour au lendemain le marché idéal que j'ai décrit au début de mon intervention. Il n'est pas nécessaire de créer un monde parfait. En revanche, nous devons faire des progrès — et de véritables progrès — en ce qui a trait à l'accroissement de l'efficacité des marchés financiers, de la flexibilité des régimes de change et de l'ouverture du commerce international ainsi qu'à l'amélioration des politiques budgétaires et structurelles. Chaque pays et chaque région doivent s'y mettre. Le temps est venu pour nous tous de passer à l'action.

L'ordre monétaire international en mutation et la nécessaire évolution du FMI

*Conférence prononcée par David Dodge
gouverneur de la Banque du Canada
à la Woodrow Wilson School
of Public and International Affairs
Princeton (New Jersey)
le 30 mars 2006*

J'étais de passage à New York hier, où j'ai prononcé un discours devant la New York Association of Business Economics. Mes propos ont porté sur les déséquilibres des comptes courants mondiaux et l'urgence d'agir pour permettre aux mécanismes de marché de les corriger. J'ai surtout traité des mesures que les décideurs devraient prendre pour laisser ces mécanismes opérer. Mais à la fin de mon allocution, j'ai mentionné que le problème des déséquilibres comportait aussi un aspect international important. Le monde actuel a besoin d'une institution apte à promouvoir un ordre monétaire nouveau, c'est-à-dire un système financier international fondé sur le marché et fonctionnant bien. Voilà le sujet dont je compte vous entretenir aujourd'hui.

Il y a quelques semaines, Martin Wolf, chroniqueur au quotidien britannique *Financial Times*, posait une question intéressante : si le Fonds monétaire international (FMI) n'existait pas, l'inventerions-nous¹? L'auteur y répondait par la négative pour la raison, que je simplifie ici à l'extrême, que la société d'aujourd'hui n'a ni le courage ni la vision qu'il faut pour mettre sur pied des institutions multilatérales puissantes. Bien que je ne crois pas être d'accord avec la conclusion ou l'argumentation de M. Wolf, je dois admettre qu'il

soulève là une question fondamentale, du genre de celles que nous devrions justement nous poser.

J'aimerais reprendre ici cette question, en la formulant un peu différemment : si le FMI n'existait pas et que nous entreprenions de le créer en reprenant tout à zéro, quel rôle essentiel au sein de l'économie mondiale lui confierions-nous? Idéalement, qu'est-ce que le FMI devrait faire et ne pas faire?

Certains diront que ces interrogations sont débattues en ce moment même au sein de l'organisme dans le cadre de la revue stratégique interne mise en branle par son directeur général, Rodrigo de Rato, que nous félicitons d'ailleurs pour cette initiative. Le Conseil d'administration du FMI discutera de cette revue interne la semaine prochaine. Bien que celle-ci soit utile et importante, elle me semble toutefois axée essentiellement sur la recherche de moyens d'aider l'organisme à mieux s'acquitter de ses fonctions actuelles. J'aimerais, pour ma part, revenir à la source et examiner ce qu'il faudrait pour que le FMI devienne une institution vraiment adaptée à l'environnement économique mondial du XXI^e siècle. Pour que l'organisme évolue en ce sens, ses principaux actionnaires devront faire preuve de leadership et de vision.

En guise d'entrée en matière, je rappellerai comment et pourquoi le FMI a vu le jour, après quoi je ferai un survol de l'évolution que l'ordre économique mondial a connue depuis la naissance de l'institution. Je présenterai ensuite mon point de vue sur le rôle fondamental que cette dernière devrait jouer aujourd'hui sur la scène internationale, puis j'aborderai les changements qui devraient être mis en place pour que le FMI, tel que nous le connaissons maintenant, devienne cette institution « idéale » que j'entrevois. Le reste du temps sera consacré à la tenue d'une discussion, que j'espère vigoureuse, sur les points que j'aurai soulevés.

1. M. Wolf. « The World Needs a Tough and Independent Monetary Fund », *Financial Times* (22 février 2006).

L'adoption et l'abandon du système de Bretton Woods

Reportons-nous d'abord à la Conférence monétaire et financière des Nations Unies qui s'est tenue il y a 60 ans à Bretton Woods, au New Hampshire, et qui réunissait les délégués de 45 États. Forts de leur ambition, ces représentants sont parvenus à créer deux, et presque trois, institutions d'envergure mondiale. La première était la Banque internationale pour la reconstruction et le développement, maintenant connue sous le nom de Banque mondiale, dont la mission était d'aider à la reconstruction de l'Europe. En outre, les délégués ont presque réussi à instituer l'Organisation internationale du commerce, qui devait s'attacher à contrer le protectionnisme et à favoriser la libéralisation des échanges internationaux de biens et de services. Cette organisation a finalement été constituée quelques années après sous la forme de l'Accord général sur les tarifs douaniers et le commerce, lequel a plus tard donné naissance à l'Organisation mondiale du commerce. Et, bien sûr, la troisième institution était le Fonds monétaire international.

Le but du FMI était d'instaurer un ordre monétaire international qui allait permettre un renouveau de l'activité commerciale et appuyer les efforts de reconstruction d'après-guerre. L'institution d'alors était tout à fait le produit de son époque, et son rôle et ses responsabilités faisaient écho aux déboires de la Grande Dépression. Le grand échec des années 1930 avait résidé dans les dévaluations compétitives des monnaies nationales auxquelles les pays s'étaient livrés dans un souci de protectionnisme. Les délégués à la conférence de Bretton Woods souhaitaient empêcher de telles pratiques. L'article I des Statuts du FMI stipule que ce dernier doit « promouvoir la coopération monétaire internationale au moyen d'une institution permanente fournissant un mécanisme de consultation et de collaboration en ce qui concerne les problèmes monétaires internationaux ». Les taux de change devaient être fixes, et ajustés uniquement pour corriger un « déséquilibre fondamental ». Les délégués avaient vu juste en considérant la libéralisation des échanges de biens et de services ainsi que l'essor de la spécialisation économique comme des facteurs essentiels à la création de richesses.

La conférence de Bretton Woods s'est déroulée dans un profond climat de coopération, que l'actuel directeur des études du FMI, M. Raghuram Rajan, a qualifié

« d'esprit d'internationalisme » dans un récent exposé². Les délégués à la conférence avaient saisi que l'intérêt national de leurs pays respectifs était étroitement lié à l'intérêt collectif. Toutes les nations représentées avaient compris qu'elles pourraient devoir à l'occasion renoncer à des mesures rentables sur le plan politique pour s'en tenir plutôt aux « règles du jeu » et ainsi promouvoir le bien commun que peut procurer un ordre monétaire et financier international fonctionnant bien. Ils avaient aussi reconnu le rôle d'arbitre impartial que pourrait jouer le Fonds afin de rappeler à l'ordre les pays qui violeraient les règles en adoptant des politiques susceptibles de limiter la libre circulation des biens et des services.

Les délégués avaient pour souci premier d'encourager les échanges commerciaux, et non de reconstruire ou de développer les marchés de capitaux internationaux. Cela est fort compréhensible si l'on se souvient que, dans la foulée de la Seconde Guerre mondiale, les gouvernements exerçaient un contrôle serré sur les mouvements de capitaux internationaux et que les flux de capitaux privés ne représentaient qu'une infime portion de ce qu'ils sont aujourd'hui. L'existence de tels contrôles témoignait bien de la confiance énorme qu'avaient les délégués dans la capacité de l'État de diriger l'activité économique ainsi que de déterminer et d'influencer les variables économiques, y compris de décider des taux de change convenant aux grandes monnaies. De plus, ces contrôles étaient représentatifs d'une époque où, en dehors des États-Unis, les marchés de capitaux avaient été dégradés par la guerre, ou étaient simplement peu développés. En raison des perturbations engendrées par la guerre, l'allocation des capitaux était dictée bien plus par l'État que par le marché. Les contrôles de ce genre sont demeurés en place quelques années après la fin de la guerre, et plus longtemps en Europe qu'aux États-Unis ou au Canada.

Le système de changes fixes de Bretton Woods ne fonctionnait pas très rondement par ailleurs, et son cadre a donné lieu à plusieurs crises en cours de route. Pendant le quart de siècle où celui-ci a été en vigueur, le Canada a acquis une réputation d'« enfant terrible » au sein du système financier international lorsqu'il a abandonné « temporairement » le régime de Bretton Woods en 1950. L'afflux de capitaux dans notre secteur

2. R. Rajan. « The Ebbing Spirit of Internationalism and the International Monetary Fund », The 2006 Krasnoff Lecture, Stern School, Université de New York (New York, le 8 mars 2006).

des ressources naturelles et la progression substantielle des prix des produits de base engendraient alors des pressions à la hausse sur le dollar canadien. À cela s'ajoutaient des mouvements de capitaux spéculatifs à court terme, qui venaient accentuer la pression exercée sur la monnaie. Afin de conserver le régime de changes fixes, les autorités canadiennes ont d'abord choisi d'intervenir sur une grande échelle. Les réserves de change ont augmenté de 40 % en moins de trois mois, et l'offre de monnaie a crû rapidement à un moment où l'économie nationale tournait déjà à pleine capacité. Les autorités canadiennes ont finalement décidé que la meilleure façon de corriger ces déséquilibres naissants consistait à laisser flotter la monnaie. L'autre solution aurait été de permettre une inflation plus élevée³.

L'une des leçons capitales que les autorités canadiennes ont retenues de ces expériences est que, dans une économie ouverte, un taux de change qui fluctue au gré des forces du marché n'est pas du tout incompatible avec l'objectif d'une libre circulation des biens et des services sur les marchés internationaux. En effet, nous nous sommes aperçus qu'en laissant le marché fixer le prix relatif de la monnaie, nous pouvions nous concentrer sur la conduite d'une politique monétaire qui servait le mieux nos intérêts, plutôt que de devoir nous préoccuper de rétablir l'équilibre de nos comptes courants. L'économie mondiale étant en constante évolution, comment pouvait-on logiquement croire qu'il était possible de déterminer à l'avance le taux de change « approprié »? Et même si l'on y parvenait à certains moments, les conditions économiques ne tardaient pas à se modifier, de sorte que le taux fixé devenait vite inadéquat. Un régime de changes fondé sur le jeu du marché s'est donc révélé très utile pour amortir les chocs et aider l'économie à s'adapter de façon plus efficiente qu'elle n'aurait pu le faire sous un système de changes fixes.

L'évolution de l'économie mondiale et le rôle du FMI

En 1971, le régime de Bretton Woods s'est effondré, et les marchés de capitaux de nombreux pays ont dû être reconstitués et modernisés. De plus, certains grands

3. Après être revenu à une parité fixe en 1962, le Canada a décidé de laisser flotter à nouveau le cours du dollar en 1970. Pour un examen plus poussé de la période de Bretton Woods, voir J. Powell, *Le dollar canadien : une perspective historique* (Banque du Canada, Ottawa, 2005).

pays industrialisés étaient parvenus à la conclusion que le modèle conçu à Bretton Woods n'était plus opérant, mais ne savaient trop quoi lui substituer. Au cours de cette décennie et de celle qui a suivi, tandis que les banques centrales de par le monde étaient à la recherche d'un point d'ancrage pour la politique monétaire, beaucoup d'efforts ont été consacrés à la quête d'un cadre nouveau pour le système financier international. À l'aube des années 1990, les décideurs, en particulier ceux de pays membres de l'OCDE, ont commencé à jongler avec l'idée qu'un cadre de politiques laissant libre cours aux forces du marché était le mieux indiqué tant pour les économies nationales qu'à l'échelle du globe. Ce changement radical de perspective — d'une méfiance à l'égard des marchés à une consécration de leur primauté — devait ouvrir la voie à l'essor de la mondialisation économique.

Si une autre conférence de Bretton Woods devait se tenir aujourd'hui, il est évident que le FMI qui sortirait de la réflexion des délégués serait tout autre, et cela parce que les attitudes et les circonstances sont extrêmement différentes de ce qu'elles étaient à la fin de la Deuxième Grande Guerre. Le commerce international représente de nos jours une part beaucoup plus importante du PIB de la plupart des pays. Le transfert de biens, de services et de technologies entre les pays et l'existence de chaînes d'approvisionnement transfrontières ont engendré des gains de croissance et d'efficacité énormes. Les marchés financiers sont également devenus beaucoup plus vastes et profonds, ou, comme diraient les économistes, plus complets. Les mouvements de capitaux privés sont maintenant de loin les plus volumineux, faisant paraître minuscules les flux officiels.

Nous avons besoin, aujourd'hui, d'un ordre monétaire international qui fasse plus que faciliter le commerce. Il nous faut un système qui repose sur le principe de marchés libres et ouverts, et ce, non seulement pour les biens et services, mais aussi pour les capitaux. Permettez-moi donc de revenir à ma question initiale : quel rôle fondamental devrait jouer le FMI au sein de l'économie du XXI^e siècle? Je répondrai à cela que l'organisme doit chercher à promouvoir le bon fonctionnement d'un système financier international fondé sur le jeu du marché. Un système qui « fonctionne bien » est un système à la fois efficace et stable, qui aide les marchés à faire leur travail, soit canaliser l'épargne vers les investissements par la détermination du prix des capitaux et faciliter les ajustements

économiques au moyen des mouvements des prix relatifs.

Soixante ans après la fameuse conférence de Bretton Woods, les décideurs publics sont appelés à s'entendre une nouvelle fois sur l'objectif fondamental que doit poursuivre le FMI. Il est indispensable que nous convenions que le rôle de l'institution est de promouvoir le bon fonctionnement d'un système financier international fondé sur le jeu du marché. Il est indispensable que nous convenions également que le FMI est l'instance sous la direction de laquelle nous, les divers actionnaires, devons élaborer ensemble un cadre — des règles du jeu — apte à soutenir le système financier international. Et il faut que nous reconnaissons que le FMI doit être un arbitre indépendant et impartial, prêt à rappeler à l'ordre les pays qui enfreignent les règles par des politiques qui nuisent aux échanges commerciaux ou qui restreignent inutilement les flux de capitaux.

Mais que cela signifie-t-il concrètement? Avant d'examiner cette question en détail, quelques éclaircissements s'imposent. Nous vivons dans un monde où toutes les économies industrialisées prétendent adhérer au modèle d'un système financier international laissant libre cours aux forces du marché. Mais l'économie mondiale actuelle n'est pas composée que de pays industrialisés. Certains pays à marché émergent ont une importance systémique. Ces pays, notamment la Chine, ont un poids suffisant pour influencer l'économie mondiale tout entière. Par conséquent, au moment de concevoir le cadre approprié au système financier international — d'établir les règles du jeu —, il nous faudra veiller à ce que tous les acteurs soient présents à la table. Nous devons aussi admettre que certains pays à marché émergent sont, comme leur appellation l'indique, des pays dont le marché ne fait encore qu'émerger. Donc, bien que le principe d'un système financier international fondé sur le marché doive être reconnu de tous, il nous faut garder à l'esprit que certaines économies sont en transition et faire en sorte que les règles du jeu tiennent compte de cette réalité d'ici à ce que leurs marchés soient pleinement développés. L'abolition des mesures de contrôle des capitaux, par exemple, doit se faire selon un ordonnancement adapté à la situation de chaque pays.

Quel serait le rôle du FMI idéal?

Donc, si nous devons aujourd'hui créer le FMI à partir de zéro, nous voudrions que cet organisme ait

pour objectif ultime le bon fonctionnement d'un système financier international fondé sur le marché. Mais quelles mesures concrètes prendrions-nous alors? Quelles tâches, dans les faits, exécuterait le FMI idéal? Comment fonctionnerait-il et en quoi différerait-il de l'institution actuelle? À cet égard, j'aborderai quatre sujets dignes d'attention : la surveillance, le crédit, la représentation et la gouvernance.

Voyons, pour commencer, le soutien que la fonction de surveillance peut apporter à un système financier international fondé sur le marché. Plusieurs points méritent d'être examinés ici.

Il est absolument nécessaire que la fonction de surveillance tienne compte de l'interdépendance grandissante qui caractérise l'économie mondiale, afin que la stabilité du système financier international soit maintenue. À une époque où les erreurs de politiques commises dans un pays peuvent déclencher une crise financière à l'autre bout de la planète, il est essentiel que nous comprenions mieux les liens qui existent entre les pays. Le FMI devrait donc mettre à profit sa fonction de surveillance, aussi bien à l'échelle nationale qu'internationale, pour discerner les effets externes des politiques de même que leurs retombées possibles. Une telle approche aiderait énormément les décideurs publics à comprendre les conséquences de leurs actions. Je suis heureux de constater que des progrès ont été accomplis dans ce domaine. Des employés du FMI travaillent d'ailleurs à l'élaboration d'un modèle de l'économie mondiale destiné à modéliser les effets d'entraînement qui sont à l'œuvre à l'échelle du globe. Ces travaux sont d'une importance capitale, car ils permettent aux autorités de bénéficier d'un point de vue plus large et multilatéral sur leurs propres politiques. Les décideurs publics peuvent voir ainsi quelles répercussions leurs actions ont sur l'économie mondiale, et comment ces répercussions finiront par se faire sentir dans leurs propres pays. C'est là un bon point de départ. Mais il est essentiel que l'accent soit mis davantage sur ce genre de travaux à l'avenir, afin que nous puissions mieux cerner les effets d'entraînement.

J'ai dit tout à l'heure que le FMI devrait être l'instance sous la direction de laquelle les parties intéressées se rencontrent pour élaborer ensemble les règles du jeu appropriées. J'ai aussi précisé que l'organisme devrait être un arbitre impartial et indépendant, prêt à rappeler à l'ordre les joueurs qui transgressent les règles. Autrement dit, le FMI devrait assumer un rôle de

secrétariat général et un rôle d'arbitre. Les activités de surveillance de l'institution peuvent, et doivent, mieux appuyer ces deux rôles.

Permettez-moi de commencer par ce qu'il est convenu d'appeler le rôle d'arbitre, un domaine où le FMI a régulièrement failli à la tâche. Trop souvent, les responsables de la surveillance ont préféré passer sous silence l'« âpre vérité »⁴ qui, de l'avis de Keynes — l'un des principaux artisans des Accords de Bretton Woods — devait être dite. Au lieu de rendre les décisions difficiles qui s'imposaient lorsque les règles n'étaient pas respectées, le FMI, depuis sa chaise d'arbitre, s'est contenté de demander aux joueurs s'ils pensaient que le coup qu'ils avaient frappé était hors jeu ou pas. Il faut que cela change. L'institution doit être capable de décider en toute impartialité si les pays se conforment ou non aux règles fondées sur le marché. Les décideurs présents à la table pourraient alors plus facilement s'entendre sur les mesures à prendre, et le marché serait pour sa part mieux à même d'imposer une discipline aux contrevenants.

Comme tout bon arbitre, le FMI devrait traiter sur un pied d'égalité tous les acteurs de l'économie mondiale. On a beaucoup parlé de la façon dont la Chine et d'autres pays continuent d'évoluer sous un régime de changes fixes. J'ai déjà affirmé qu'un assouplissement des changes servirait mieux les intérêts de la Chine, de sa population et de l'économie mondiale, mais que les autorités de ce pays doivent être libres de choisir le régime de changes qui leur convient. Par contre, elles doivent s'abstenir de contrecarrer les forces du marché, c'est-à-dire faire obstacle à l'ajustement des taux de change réels en stérilisant leurs interventions sur les marchés des changes. Par « stérilisation », j'entends la neutralisation des conséquences de ces interventions sur la masse monétaire intérieure. Le mois dernier, Tim Adams, sous-secrétaire au Trésor américain, a demandé au FMI de faire davantage porter ses activités de surveillance sur les taux de change⁵. Je souscris entièrement à l'idée selon laquelle le FMI doit accorder une importance accrue aux interdépendances du

système, dont les taux de change font assurément partie.

On trouve toutefois des exemples d'économies industrialisées qui ont choisi de transgresser les règles du jeu. Comme je l'ai mentionné hier à New York en parlant des déséquilibres mondiaux, nous voyons maintenant des pays industrialisés appliquer des politiques incompatibles avec le libre jeu du marché, par exemple, les politiques restrictives en matière d'emploi en Europe. Des politiques budgétaires insoutenables ont aussi été adoptées ici même, aux États-Unis. Au Canada, nous imposons toujours des restrictions à la propriété étrangère des entreprises dans certains secteurs. Et récemment, nous avons vu les législateurs américains et européens proposer de nouvelles restrictions sur les investissements étrangers. Là encore, le FMI, en tant qu'arbitre, ne devrait pas hésiter à rendre une décision difficile lorsqu'il constate qu'un pays contrevient aux règles, que ce soit en entravant le commerce ou les flux de capitaux ou en menant d'autres politiques qui créent des distorsions sur les marchés financiers. Comme je l'ai dit, des rappels à l'ordre fermes et sérieux à l'endroit de ces pays inciteraient les membres du FMI à plaider en faveur d'une réforme des politiques. De plus, ces rappels pourraient très certainement encourager le marché à exercer lui-même des pressions en ce sens, ce qui optimiserait les chances que des politiques susceptibles d'améliorer le niveau de bien-être, et fondées sur le marché, soient adoptées.

Dans un monde où la stabilité peut facilement être menacée par les flux de capitaux, nous aurions intérêt, comme l'a récemment souligné le gouverneur de la Banque d'Angleterre, M. Mervyn King, à mieux interpréter les bilans nationaux⁶. Les activités de surveillance doivent permettre de répondre à des questions telles que les suivantes : Quelle est la position extérieure nette créditrice d'un pays? Comment cette position est-elle financée? Quelles sont les asymétries de monnaies et d'échéances? L'objectif, ici, est d'amener le FMI à mieux intégrer sa fonction de surveillance financière aux examens qu'il mène à l'égard des divers pays, de façon à cerner plus tôt les risques potentiels. L'institution serait également mieux à même de s'acquitter de son rôle de secrétariat général, les autorités nationales pourraient s'attaquer plus rapidement aux problèmes, et les marchés de capitaux disposeraient

4. L'expression de Keynes (« ruthless truth-telling » en anglais) est citée par M. King dans « Reform of the International Monetary Fund », discours prononcé devant le Indian Council for Research on International Economic Relations, à New Delhi (Inde), le 20 février 2006.

5. T. Adams. « Working with the IMF to Strengthen Exchange Rate Surveillance », discours prononcé devant l'American Enterprise Institute, à Washington, le 2 février 2006.

6. M. King, op. cit.

d'informations plus étoffées pour évaluer adéquatement les risques.

Plus tôt, j'ai parlé de la nécessité que les marchés de capitaux des pays émergents prennent leur plein essor. On souhaite évidemment que tous en viennent à développer les marchés de capitaux et l'infrastructure qui leur permettraient d'avoir accès aux investissements privés mondiaux. Mais d'ici là, il ne faut pas oublier que ces marchés sont loin de fonctionner parfaitement et qu'ils sont sujets à des surs réactions ou à des renversements brusques des flux de capitaux. Par conséquent, le FMI peut contribuer au développement des marchés financiers par l'intermédiaire de ses activités de surveillance, en fournissant des conseils et une assistance technique ainsi qu'en proposant des services de prêt structurés de façon adéquate. Je reviendrai sur cette question dans une minute.

J'aimerais souligner un autre point concernant la surveillance. Nous savons tous que les marchés fonctionnent moins efficacement, voire très mal, en l'absence d'un cadre de politiques approprié. Des asymétries d'information ou un manque de transparence peuvent causer des défaillances sur les marchés. De toute évidence, le FMI peut aider les marchés à atteindre une efficacité optimale. Le personnel de l'organisme a acquis un solide savoir-faire dans ce domaine, pendant toutes les années où il s'est chargé de fonctions de surveillance, et cette expertise devrait être exploitée au maximum. Ce n'est pas le cas actuellement. Le FMI pourrait être un fournisseur clé du bien public important que sont des données fiables et des opinions sur la tenue des économies nationales. De plus, comme je l'ai dit, l'institution a un rôle très important à jouer sur le plan de l'analyse des effets d'entraînement et des interdépendances. Il a fait un bon pas en ce sens, par l'intermédiaire de son programme d'évaluation du secteur financier et de ses rapports sur l'observation des normes et codes. Mais il doit faire plus. Sa contribution doit réellement venir compléter ce que les marchés offrent déjà, et non y faire double emploi.

Voilà pour la question de la surveillance. Passons maintenant au deuxième point, soit celui du crédit. Constatant que les pays jouissent d'un accès sans précédent aux capitaux internationaux et que ceux qui ont emprunté au FMI font tout ce qu'ils peuvent pour le rembourser le plus tôt possible, certains ont prétendu qu'un FMI idéal ne devrait jamais accorder le moindre prêt. Le but premier de l'institution, j'en conviens,

n'est pas de prêter de l'argent. L'aide à long terme au développement, en particulier, déborde de toute évidence son mandat. D'ici à ce que tous les pays soient capables de se doter de marchés de capitaux, c'est la Banque mondiale qui devrait jouer ce rôle. La Banque européenne pour la reconstruction et le développement a fait de même récemment, en aidant de nombreux pays d'Europe de l'Est à devenir des économies de marché.

Cependant, comme je l'ai mentionné plus tôt, plusieurs marchés émergents ne disposent pas d'un système financier robuste. Le FMI pourrait donc encore concourir au maintien de la stabilité en fournissant des liquidités temporaires dans les situations extrêmes. Ce crédit, très limité, ne serait toutefois consenti que dans les cas où il est démontré que l'emprunteur est en situation d'illiquidité, et non d'insolvabilité. Qui plus est, des règles claires devraient définir dans quels cas les liquidités seraient accessibles, et des limites de crédit précises, et connues à l'avance de tous les participants, devraient être appliquées⁷.

Pour ce qui est du crédit « d'urgence », il serait nettement préférable que le FMI s'attache à aider les pays à éviter au départ les problèmes, plutôt que de leur accorder des prêts destinés à résoudre des difficultés de balance des paiements. L'institution favoriserait le mieux l'instauration d'un système financier international fondé sur le marché en travaillant avec ses membres à l'établissement de mécanismes qui contribueraient à régler les problèmes avant qu'ils ne dégénèrent en crise. Elle a fait un pas dans la bonne direction en insistant sur l'importance des clauses d'action collective et en encourageant les parties à observer des principes de base lors de la restructuration d'une dette⁸.

En restreignant son rôle de prêteur, le FMI pourrait contribuer beaucoup plus efficacement à la mise en place d'un système financier fondé sur le jeu du marché. Trop souvent, ces dernières années, les prêts qu'il a accordés ont empêché les ajustements que dictaient justement les forces du marché. J'aimerais souligner trois points importants à cet égard. Premièrement, l'absence de règles indiquant clairement à quel moment le FMI prêterait — et à combien s'élè-

7. Voir A. Haldane et M. Kruger. « La résolution des crises financières internationales : capitaux privés et fonds publics », document de travail n° 2001-20 de la Banque du Canada, publié conjointement avec la Banque d'Angleterre.

8. Voir *Principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructuring in Emerging Markets* (Institut de finances internationales, Washington, 2005).

veraient les sommes accordées — cause de l'incertitude et ralentit inutilement le processus, de sorte qu'il est plus difficile de résoudre les crises de façon rapide et efficiente. Deuxièmement, il n'y a rien de mal en soi à ce que le FMI procure du financement qui, s'il était consenti dans le secteur privé, serait appelé « financement du débiteur-exploitant ». Dans de tels cas, le FMI peut s'attendre à être traité comme un « créancier privilégié » et à recevoir en priorité les paiements ultérieurs au titre du service de la dette. Par contre, tout comme dans le secteur privé, une telle situation ne devrait se produire que si l'intervention préserve ou augmente la valeur des créances en cours. Ce qui m'amène au troisième point. Trop souvent dans le passé, une assistance était offerte aux pays qui étaient censés n'éprouver que des difficultés temporaires de liquidité, mais qui se sont finalement avérés insolubles. Les prêts du FMI, en pareils cas, n'ont fait qu'alourdir un fardeau déjà insoutenable, entraînant des coûts additionnels tant pour les débiteurs que les créanciers. Comme je l'ai déjà dit, les économies émergentes peuvent, de temps à autre, devoir faire face à des problèmes qu'une aide financière accordée en temps opportun par le FMI contribuerait à soulager. Mais cette aide doit être clairement circonscrite et limitée si l'on veut qu'elle fasse plus de bien que de tort. Tout cela revient à dire qu'un examen fondamental des activités de prêt du FMI est nécessaire. Le crédit ne devrait pas être au centre du mandat de l'institution, mais jouer essentiellement un rôle de soutien.

Discutons maintenant de la représentation. Pour promouvoir avec succès le bon fonctionnement d'un système financier international fondé sur le jeu du marché, le FMI doit constituer un forum où les enjeux économiques mondiaux sont discutés et où des solutions sont trouvées de façon efficace⁹. Il doit être le lieu où les autorités nationales se réunissent pour échanger avec franchise sur des questions de politique d'intérêt commun. Il faut ranimer l'esprit d'internationalisme qui animait les délégués à la conférence de Bretton Woods il y a 60 ans, de même que les pays membres de l'OCDE, dans les années 1960 et 1970, lorsque l'organisation a participé à l'instauration d'un ordre économique libéral et d'un cadre propice à un commerce plus libre. Il est difficile, cependant, de susciter un sentiment de confiance mutuelle et de

9. D. Dodge. « Réflexions sur l'ordre économique et monétaire international », discours prononcé à la Conférence de Montréal, à Montréal (Québec), le 30 mai 2005.

responsabilité partagée si des joueurs clés estiment qu'ils n'ont pas voix au chapitre. À cet égard, il ne fait aucun doute que le FMI doit permettre à la Chine et à certains autres pays à marché émergent de se faire davantage entendre, à mesure que leur importance systémique s'accroît.

Toutefois, comme le faisait observer récemment mon collègue de la Banque du Canada, le sous-gouverneur Tiff Macklem, « l'importance de la voix accordée à un pays va de pair avec la responsabilité qui lui est dévolue »¹⁰. Adhérer au FMI implique que l'on endosse les objectifs de l'institution. Les membres doivent avoir une compréhension commune du fonctionnement du système financier international et du rôle de l'organisme à l'appui de ce système. Il me paraît donc inopportun que des pays réclament, et reçoivent, une quote-part et un droit de vote accrus au FMI s'ils ne croient pas en un système financier international laissant libre cours aux forces du marché et ne soutiennent pas activement un tel système. Il faut indubitablement augmenter les quotes-parts et les droits de vote des pays asiatiques au FMI pour rendre l'institution plus légitime à leurs yeux. Mais cette démarche ne doit être entreprise que si elle suscitera chez tous les pays une volonté plus ferme de respecter les règles du jeu qui auront été fixées.

Après la surveillance, le crédit et la représentation, voyons, pour terminer, la question de la gouvernance. Une bonne gouvernance commence avec des objectifs clairs. Ainsi, une fois qu'il aura établi ses objectifs fondamentaux, l'organisme devra améliorer sa structure de gouvernance.

Le FMI doit délimiter distinctement les responsabilités en son sein, et faire preuve de transparence à l'égard des raisons motivant ses décisions. En d'autres termes, il doit disposer d'une structure de gouvernance qui l'aide à atteindre ses buts et qui responsabilise ses décideurs. À l'heure actuelle, les responsabilités en matière de prise de décisions sont partagées entre le Conseil des gouverneurs, le Conseil d'administration, le directeur général et le personnel. Dans la pratique, toutefois, leur répartition n'est pas toujours nettement définie. La reddition de comptes est dispersée et la prise de décisions manque de transparence. Le FMI gagnerait en efficacité si son Conseil d'administration

10. T. Macklem. « Le renouvellement du FMI : enseignements tirés de la modernisation des banques centrales », allocution prononcée devant le Global Interdependence Center, à Philadelphie (Pennsylvanie), le 9 mars 2006.

canalisait son attention sur l'orientation stratégique et veillait à la formulation de politiques judicieuses de même qu'à l'atteinte des objectifs, et consacrait moins de temps aux affaires courantes. Le directeur général serait responsable des fonctions de secrétariat et de surveillance ainsi que de la mise en œuvre des politiques. Un tel cadre permettrait d'établir clairement que les responsabilités en matière de formulation des politiques appartiennent au Conseil d'administration, et que l'application des politiques relève du directeur général. À cette fin, Mervyn King a suggéré récemment de créer un conseil formé d'administrateurs externes qui se réuniraient périodiquement, plutôt qu'en quasi-permanence, et qui se concentreraient sur l'orientation stratégique et la supervision générale du FMI¹¹. Voilà une suggestion qui mérite que l'on s'y attarde. Nous devons aussi voir comment nous pourrions améliorer le rôle essentiel que joue le CMFI, le Comité monétaire et financier international, à l'intérieur de l'institution. En outre, il faudrait réfléchir à la possibilité de former divers comités de travail qui traiteraient d'enjeux particuliers au fur et à mesure qu'ils se présenteraient.

Conclusion

Mesdames et Messieurs, permettez-moi de conclure. Dans mon discours, j'ai fait valoir que le FMI a un rôle à jouer dans l'économie mondiale d'aujourd'hui.

11. M. King, op. cit.

Nous avons besoin d'une institution qui favorise un système financier international stable, efficient et fondé sur le marché. Ce FMI idéal mènerait des actions mieux ciblées, sa fonction de surveillance aurait une dimension plus internationale, et son rôle de prêteur, fortement réduit, serait assujéti à des règles claires. Il serait aussi plus représentatif que l'organisme actuel et doté d'une structure de gouvernance entièrement remaniée.

Les recommandations que je vous ai énumérées aujourd'hui peuvent sembler radicales. Mais nous ne pouvons pas nous permettre de nous laisser rebuter par l'ampleur de la tâche. Les progrès ne seront sans doute que graduels, mais ils sont néanmoins nécessaires. La première étape, et la plus importante, consiste à amener tous les acteurs de l'économie mondiale à s'entendre sur l'objectif fondamental du FMI. J'espère vivement que lorsqu'ils se rencontreront à Washington le mois prochain pour leurs réunions du printemps, les membres de l'organisme auront une discussion franche sur ces questions primordiales.

Pour terminer, j'aimerais revenir à la chronique de Martin Wolf parue dans le *Financial Times*. M. Wolf croit que le monde doit se doter d'un FMI ferme et indépendant, mais estime en même temps que cet objectif est inatteignable. Il nous appartient de lui prouver qu'il se trompe, et de montrer que nous avons le courage et la vision nécessaires pour créer cette institution indispensable.

Le renouvellement du FMI : enseignements tirés de la modernisation des banques centrales

*Allocution prononcée par Tiff Macklem
sous-gouverneur de la Banque du Canada
devant le Global Interdependence Center
Philadelphie (États-Unis)
le 9 mars 2006*

Je suis très heureux de me trouver à Philadelphie et je vous remercie de cette occasion que vous m'offrez de prendre la parole devant le Global Interdependence Center. Votre groupe cherche à favoriser les échanges sur les défis et les bénéfices associés au monde de plus en plus interdépendant dans lequel nous vivons. La mondialisation croissante de l'économie a créé, il est vrai, d'immenses possibilités de production de richesse et d'élévation des niveaux de vie, mais celles-ci ne sont pas sans poser certains problèmes. Au sein d'un marché véritablement mondial, les flux financiers et commerciaux entre les économies s'intensifient, donnant lieu à un resserrement des liens qui unissent ces dernières, de sorte que l'évolution de la situation économique à un endroit du globe peut se répercuter rapidement ailleurs. Comme en 1997, où la dévaluation initiale du bath thaïlandais se transforma en une crise dont les contrecoups ne se limitèrent pas à l'Asie, mais touchèrent également des pays aussi éloignés que la Russie, le Brésil et le Canada. Ainsi, le défi auquel nous sommes confrontés est de réussir à récolter les fruits de la mondialisation tout en réduisant les risques de perturbation économique.

Je voudrais vous entretenir aujourd'hui du rôle que le Fonds monétaire international (FMI) pourrait jouer à cet égard. Le FMI a été créé voici 60 ans pour surveiller le système monétaire international à une époque dominée par les régimes de changes fixes. Or, le monde a changé radicalement depuis. La plupart des grandes monnaies ont maintenant un cours flottant.

Les marchés financiers sont nettement plus gros et plus complexes et beaucoup plus intégrés qu'ils ne l'étaient il y a 20 ans, et a fortiori qu'ils ne l'étaient dans les années 1940. Les échanges se sont considérablement développés, et de nouveaux acteurs importants ont fait leur apparition sur la scène commerciale internationale.

Le FMI a relevé les nouveaux défis avec professionnalisme, en assumant de nouvelles responsabilités et en renouvelant ses compétences. Toutefois, l'idée qu'il ne serait pas parvenu à suivre le rythme des mutations qu'a connues l'économie mondiale soulève l'inquiétude. Après 60 ans, le temps est venu d'examiner en profondeur la place qu'occupe le FMI à l'échelle internationale. Sous la conduite de son directeur général, Rodrigo de Rato, le Fonds a entrepris une révision stratégique de son rôle et de ses activités. Il nous faut donc profiter de l'occasion et réfléchir au type d'organisme dont nous aurons besoin pour relever les défis de la mondialisation au XXI^e siècle. Mais, pour le faire comme il se doit, nous devons nous montrer ambitieux.

*Après 60 ans, le temps est venu
d'examiner en profondeur la place
qu'occupe le FMI à l'échelle
internationale.*

Je suis ravi de m'exprimer dans le cadre de votre série d'allocutions données par des représentants de banques centrales, car j'estime que ces institutions peuvent apporter un point de vue éclairant au débat. La stabilité de l'ordre monétaire international, et donc le rôle du

FMI, les concerne au premier chef. De plus, les banques centrales ont dû s'adapter aux mêmes mutations de l'économie mondiale que celles qui ont touché le Fonds : effondrement du système de changes fixes, essor des flux de capitaux privés, évolution des marchés financiers, etc.

Je me propose donc aujourd'hui d'évoquer de quelle façon la Banque du Canada et d'autres banques centrales se sont ajustées à la nouvelle donne. Je résumerai ensuite les enseignements que celles-ci ont tirés de cette expérience en quatre grands principes. Pour terminer, j'exposerai comment ces mêmes principes pourraient nous guider dans notre réflexion sur l'avenir du FMI.

Les principes régissant les banques centrales modernes

C'est poussé par de bonnes raisons que le Canada décida à nouveau de laisser flotter sa monnaie en 1970¹. Le système de changes fixes de Bretton Woods s'étant effondré peu de temps après, d'autres grands pays industrialisés lui emboîtèrent le pas. Malheureusement, la Banque du Canada, à l'instar d'un bon nombre de ses homologues, ne profita pas pleinement de l'indépendance monétaire que procure un régime de changes flexibles. Privés du point d'ancrage d'une parité fixe, et sans autre balise monétaire, le Canada et bien d'autres pays souffrirent des effets de la forte inflation des années 1970. Celle-ci éroda la capacité du système de prix à répartir les ressources économiques avec efficacité : les décisions d'épargne et d'investissement s'en trouvèrent faussées, et l'économie connut des cycles de croissance et de récession.

Les banques centrales, dont la Banque du Canada, se trouvèrent aux prises avec ce problème, et de ces années difficiles découla la recherche d'un meilleur point d'ancrage. La banque centrale canadienne et certaines de ses consœurs se servirent d'abord des agrégats monétaires pour définir des cibles intermédiaires. Mais la déréglementation et l'innovation financière réduisirent la fiabilité de ces mesures de la monnaie. Ainsi, la relation entre l'expansion monétaire et l'inflation se révéla instable. À la fin des années 1980, il devint évident pour la Banque du Canada que la stabilité des prix devait être son objectif premier et

1. Le régime de changes flottants a été bénéfique pour l'économie ouverte du Canada. Notre pays a laissé flotter sa monnaie une première fois en 1950, puis est revenu à un régime de parités fixes en 1962. Mais depuis 1970, le cours du dollar canadien flotte à nouveau.

qu'elle devait en fait s'attacher plus activement à sa réalisation.

En 1991, le Canada fit preuve d'audace en officialisant cet objectif par l'adoption d'une cible d'inflation explicite. À l'heure actuelle, l'objectif, qui est établi de concert par la Banque et le gouvernement canadien, est de garder l'inflation à 2 %, c'est-à-dire au point médian d'une fourchette qui va de 1 à 3 %. Cette cible s'est révélée un point d'ancrage très efficace. L'inflation se situe depuis lors à un niveau bas et stable, et la production de même que l'emploi ont affiché de solides taux d'augmentation.

Le Canada a été le deuxième grand pays à adopter un régime de cibles d'inflation. Aujourd'hui, plus de 20 États sont dotés d'un tel régime. La poursuite de cibles d'inflation bénéficie donc, à l'échelle internationale, d'une importante somme d'expériences qui, comme au Canada, ont été fort positives : conjuguer cibles d'inflation et changes flottants a généralement permis d'abaisser l'inflation et de faire durer la croissance économique.

Avec le recul, et en regardant par delà ce bilan favorable, nous constatons qu'un cadre de conduite crédible et efficace de la politique monétaire possède quatre grandes caractéristiques : clarté des objectifs et efficacité des outils, légitimité, recours judicieux aux marchés ainsi que transparence et reddition de comptes.

Permettez-moi de les passer toutes brièvement en revue.

Nous constatons qu'un cadre de conduite crédible et efficace de la politique monétaire possède quatre grandes caractéristiques : clarté des objectifs et efficacité des outils, légitimité, recours judicieux aux marchés ainsi que transparence et reddition de comptes.

En premier lieu, la clarté des objectifs et l'efficacité des outils. La Banque du Canada poursuit une politique monétaire axée sur un objectif bien défini — maintenir le taux d'inflation à 2 % — et dispose d'un seul instru-

ment de mise en œuvre, à savoir le taux cible du financement à un jour.

Deuxièmement, *la légitimité*. La Banque du Canada ne fait pas cavalier seul : sa cible d'inflation est aussi celle du gouvernement. Cela ajoute à la légitimité de l'objectif de la politique monétaire et, par conséquent, le renforce. Mais cette légitimité découle également des bas taux d'inflation et des bons résultats économiques que nous avons connus, lesquels sont à l'origine du large soutien que reçoit aujourd'hui, dans la population canadienne, l'arrimage de la politique monétaire à une cible d'inflation.

Troisièmement, la politique monétaire est particulièrement opérante quand elle *fait intervenir le marché*. Nous avons tiré de grandes leçons des années 1970. Nous avons appris que la maîtrise directe des prix et des salaires n'est efficace qu'à court terme et qu'elle crée une multitude de distorsions qui limitent l'efficacité du marché. Cette période nous a aussi enseigné qu'il était difficile de calibrer et de mettre en place des instruments pour contrôler directement l'expansion du crédit. En outre, de tels instruments réduisent la capacité du système financier d'affecter les ressources de façon efficiente au sein de l'économie. De nos jours, la politique monétaire est entièrement mise en œuvre par l'intermédiaire des marchés financiers. En établissant le taux du financement à un jour, la politique monétaire a une influence sur les taux de toute la gamme des échéances ainsi que sur les prix d'autres actifs, influence qui se répercute ensuite sur les dépenses et, par voie de conséquence, sur l'inflation. Nous avons constaté que la transmission de la politique monétaire est optimale lorsque la banque centrale applique sa politique par le biais des marchés, vise constamment un but crédible et communique clairement ses objectifs ainsi que ses mesures.

Cette dernière remarque me conduit naturellement à la quatrième caractéristique : *la transparence et la reddition de comptes*. L'une des leçons les plus importantes que nous avons retenue de la poursuite de cibles d'inflation est que la politique monétaire donne ses meilleurs résultats lorsqu'elle est bien comprise. Les communications de la Banque relatives à sa politique monétaire sont bâties autour de la cible explicite d'inflation, car celle-ci aide à ancrer les attentes d'inflation et permet aussi à l'institution d'expliquer plus aisément ses actions et à la population d'évaluer plus facilement son travail. La Banque est ainsi grandement encouragée à réaliser ses objectifs et à rendre compte de ses actes.

Ensemble, ces caractéristiques sont la marque d'une banque centrale efficace et moderne. J'irais même jusqu'à dire qu'elles constituent des *principes* utiles qui s'étendent au champ plus large des politiques publiques. Je souhaiterais maintenant traiter du renouvellement du FMI et vous indiquer comment les principes que je viens d'évoquer peuvent s'appliquer à la réforme envisagée.

Principes devant guider le renouvellement du FMI

La formulation d'*objectifs clairs*, de même que la mise en place d'*outils efficaces* pour les atteindre, est un bon point de départ. L'article I des Statuts du FMI stipule que le Fonds devrait « promouvoir la coopération monétaire internationale au moyen d'une institution permanente fournissant un mécanisme de consultation et de collaboration en ce qui concerne les problèmes monétaires internationaux ». Dans l'économie de marché mondialisée du XXI^e siècle, cela signifie, réellement, *promouvoir la stabilité financière en appuyant un ordre monétaire international fondé sur le jeu du marché*. J'ose espérer que cet énoncé est considéré par la majorité comme étant l'objectif premier du FMI. Selon moi, le défi qui attend l'organisme consiste à trouver la meilleure façon de réaliser cet objectif.

À cet égard, le principal outil de l'institution est la surveillance, mais une surveillance plus efficace. J'entends par là deux choses. Premièrement, il faudrait renforcer la surveillance à caractère multilatéral, en mettant davantage l'accent sur les liens entre les États membres, sur les répercussions des choix que fait un pays en matière de politiques sur les autres pays ainsi que sur les risques collectifs qui découlent de ces choix. Le fait est que, dans un contexte de mondialisation croissante de l'économie, nous ne comprenons pas ces liens et ces répercussions aussi bien que nous le devrions. Le personnel du FMI est constitué d'hommes et de femmes pourvus d'un immense talent. Il nous incombe de veiller à ce qu'ils effectuent les travaux de recherche et d'analyse qui s'imposent pour nous aider à saisir la nature évolutive des liens à l'échelle du globe. Mais cela ne suffit pas. Nous avons besoin d'une tribune où les autorités nationales responsables des politiques peuvent débattre de façon ouverte, franche et approfondie des risques. Cela suppose moins de communications bilatérales entre le Fonds et un pays donné et davantage de discussions multilatérales, appuyées par l'institution.

Accroître l'efficacité de la surveillance passe aussi par une analyse plus poussée des liens qui existent entre le secteur financier et l'économie réelle. Ces dernières années, le FMI a consacré beaucoup d'énergie à l'élaboration de normes et de codes rigoureux pour le guider dans l'évaluation de l'infrastructure financière de ses membres. Il lui faut mieux intégrer cette fonction de surveillance du secteur financier aux examens qu'il mène. Les risques potentiels seront ainsi détectés suffisamment tôt pour que les autorités nationales puissent résoudre les problèmes plutôt que réclamer l'aide financière du Fonds en pleine crise. Pour que cette intégration puisse être réalisée, il pourra s'avérer nécessaire de revoir la structure interne du FMI, de manière à ce que toutes les composantes du travail de l'organisme convergent efficacement vers sa fonction de surveillance et qu'elles servent à produire une analyse solide de l'interaction des évolutions et des risques économiques et financiers, à l'échelle tant nationale qu'internationale.

Permettez-moi maintenant de passer au deuxième principe fondamental, soit celui de la *légitimité*. L'efficacité du FMI et, par le fait même, sa capacité de promouvoir la stabilité financière internationale sont en définitive les principales sources de sa légitimité et de sa crédibilité. Mais cette efficacité repose aussi sur la légitimité qu'on accorde au Fonds en tant que véritable institution mondiale, de même que sur un sentiment de confiance mutuel et un partage des responsabilités entre ses membres. Il est impossible de s'attaquer efficacement à des problèmes d'ordre planétaire lorsque des acteurs importants estiment qu'ils ne sont pas représentés adéquatement au FMI. À cet égard, il est évident que des aspects clés des mécanismes de gouvernance du FMI n'ont pas évolué de pair avec l'économie mondiale. Plus particulièrement, les quotes-parts et les droits de vote au FMI doivent refléter plus fidèlement la montée en puissance de l'Asie et des autres économies de marché émergentes.

Le problème de la quote-part et du droit de vote est complexe et il demeurera présent dans les années à venir, puisque l'Asie devrait continuer de croître plus rapidement que d'autres grandes régions du monde. Une solution globale est donc indispensable, et nous devrions œuvrer en ce sens. Mais nous devons aussi faire preuve de pragmatisme. Il faut que des progrès concrets soient accomplis à court terme en ce qui a trait à la question des quotes-parts pour prouver que l'organisme est déterminé à ajuster la représentation de ses membres asiatiques en fonction du poids économique de ces derniers. Naturellement, l'importance de

la voix accordée à un pays va de pair avec la responsabilité qui lui est dévolue. Faisons-nous bien comprendre : une participation plus forte des États membres de l'Asie implique que ceux-ci devraient être prêts à supporter leur juste part de la promotion de la stabilité financière internationale en tant que partie intégrante de l'ordre monétaire mondial.

*Le rôle du Fonds au XXI^e siècle
devrait être de promouvoir la stabilité
financière en appuyant un ordre
monétaire mondial fondé sur le jeu du
marché.*

Ce qui m'amène au troisième principe, soit un *recours judicieux aux marchés*. Comme je l'ai déjà souligné, le rôle du Fonds au XXI^e siècle devrait être de promouvoir la stabilité financière en appuyant un ordre monétaire mondial fondé sur le jeu du marché. Cela signifie que le FMI doit veiller à la solidité de l'infrastructure financière internationale, à l'adoption de politiques viables par les pays, et à la mise en place de mesures favorisant une évaluation appropriée des risques et une répartition efficiente des ressources. Il doit en outre prendre part plus activement à l'établissement de « règles du jeu » qui soient limpides et qui favorisent un ordre monétaire international respectant les lois du marché. Prenons les taux de change par exemple. Tim Adams, sous-secrétaire au Trésor américain chargé des affaires internationales, a récemment demandé au FMI de faire preuve d'un leadership fort en matière de surveillance multilatérale des régimes de change. Plus précisément, il a encouragé l'institution à se doter de meilleurs moyens pour convaincre les pays dont les régimes de change sont insoutenables de s'en retirer le plus tôt possible, et non d'attendre le moment idéal qui ne viendra jamais. De façon plus générale, je dirais que le Fonds doit exercer des pressions à l'encontre des politiques publiques nationales qui font obstacle à l'ajustement. Retarder l'ajustement ne fait pas disparaître la nécessité d'y procéder. Cela ne fait qu'augmenter le risque qu'il s'effectue de manière abrupte et désordonnée le jour venu.

Un exemple très visible de ce risque est le problème des « déséquilibres mondiaux », qui, en clair, désignent le déficit important de la balance courante des

États-Unis, auquel font écho les excédents substantiels enregistrés en Asie et, de plus en plus, dans les principaux pays exportateurs de pétrole. Pour que la correction de ces déséquilibres se fasse de manière compatible avec une expansion mondiale maximale, des changements considérables s'imposent. Les marchés peuvent s'en charger, mais à condition qu'on leur permette de fonctionner efficacement. C'est-à-dire qu'il faut que les taux de change réels puissent s'ajuster dans les pays qui ont un énorme excédent courant, comme la Chine, que les déficits budgétaires insoutenables aux États-Unis diminuent, et que les marchés du travail en Europe s'assouplissent. Le FMI devrait jouer un rôle de premier plan en réunissant les acteurs importants, en favorisant la discussion et en comptant sur les marchés pour opérer les adaptations requises.

Les marchés devraient aussi jouer un plus grand rôle dans la résolution des crises. On a accusé le Fonds d'accorder trop de « prêts exceptionnels ». De fait, ce genre de prêt retarde parfois la mise en place des mesures et des ajustements nécessaires. En gros, tant les emprunteurs souverains que les créanciers attendent de voir si le FMI va débloquer de nouveaux fonds. L'imposition rigoureuse de limites d'accès extraordinaires — c'est-à-dire des règles du jeu claires concernant les activités propres au Fonds — réduirait l'incertitude entourant l'octroi de crédits par le Fonds, ce qui inciterait les créanciers et les prêteurs à négocier lorsque des chocs économiques négatifs rendent les niveaux de dette intenable.

Le FMI pourrait faciliter ces négociations en offrant son soutien en vue d'une restructuration rapide et ordonnée des créances privées. Son efficacité à ce chapitre repose toutefois, et c'est là un point crucial, sur la perception que l'on a de son indépendance. Le Fonds ne sera pas considéré comme un arbitre impartial s'il est lui-même un créancier important. Il peut atténuer en partie l'incertitude qui nuit aux restructurations de dette en fournissant une analyse indépendante des prévisions de croissance pour le pays en difficulté, des conseils sur les mesures d'ajustement envisageables ainsi qu'une évaluation des perspectives économiques et financières à l'échelle du globe. Cette information aiderait les créanciers et les débiteurs à trouver des solutions laissant libre cours aux lois du marché.

La transparence et la reddition de comptes est le quatrième et dernier principe de la série. J'ai dit plus tôt que le FMI doit énoncer clairement ses principaux objectifs et le cadre de mise en œuvre de ses politiques. Il lui faut

également délimiter distinctement les responsabilités en son sein afin d'appuyer ce cadre. En outre, il doit faire preuve de transparence à l'égard des raisons motivant ses décisions. En d'autres termes, le Fonds doit disposer d'une structure de gouvernance qui l'aide à atteindre ses buts et qui responsabilise les individus. À l'heure actuelle, les responsabilités en matière de prise de décisions sont partagées entre le Conseil des gouverneurs, le Conseil d'administration, le directeur général et le personnel. Toutefois, dans la pratique, leur répartition n'est pas toujours nettement définie. La reddition de comptes est dispersée et la prise de décisions manque de transparence.

Le FMI gagnerait en efficacité si son Conseil d'administration canalisait son attention sur l'orientation stratégique et veillait à la formulation de politiques judicieuses de même qu'à l'atteinte des objectifs. Le directeur général serait alors chargé de la mise en œuvre des politiques et il rendrait compte au Conseil. Un tel cadre permettrait de répartir explicitement et de façon appropriée les responsabilités en matière de formulation et de conduite des politiques entre les membres du Conseil et le directeur général. À cette fin, le gouverneur de la Banque d'Angleterre, M. Mervyn King, a suggéré récemment de créer un conseil formé d'administrateurs externes qui se réuniraient périodiquement plutôt que presque continuellement, et qui axeraient leurs efforts sur l'orientation stratégique et la supervision. La reddition de comptes et la transparence relatives aux décisions prises par le Conseil seraient aussi renforcées par la publication, plus fréquente et plus rapide, d'un plus grand nombre de rapports. Enfin, et ce point est très important, la surveillance et l'analyse doivent être libres de toute influence politique et perçues comme telles.

Conclusion

Pour conclure, j'aimerais souligner un élément essentiel. Si les banques centrales ont réussi à faire progresser le bien-être économique des citoyens, c'est en grande partie parce qu'elles ont su se fixer l'objectif le plus approprié qui soit à leurs fonctions — soit une inflation basse et stable — et déterminer les meilleurs moyens pour réaliser cet objectif en respectant le principe de transparence et de reddition de comptes. Pour un bon nombre de banques centrales, cela s'est traduit par l'adoption de cibles d'inflation. J'ai avancé qu'il y avait des enseignements à tirer de cette expérience pour le Fonds monétaire international.

Il est primordial que l'efficacité du FMI soit améliorée. Dans un monde caractérisé par des régimes de changes flottants, par une abondance de capitaux privés et par la libéralisation des échanges commerciaux, nous avons besoin d'une tribune efficace où nous pouvons discuter librement et franchement des questions qui façonnent l'économie mondiale et trouver des solutions aux problèmes. Le FMI pourrait être cette tribune. Mais sa légitimité doit être accrue; c'est-à-dire qu'il doit être plus représentatif d'une communauté économique internationale où tous les membres partagent la responsabilité de promouvoir le bien commun que constitue la stabilité financière internationale. Le FMI doit exercer ses activités en se fondant sur des objectifs clairs, sur des outils efficaces respectant les lois du marché pour atteindre ces objectifs et sur un cadre de gouvernance qui facilite la prise de décisions avisées et la reddition de comptes.

Un changement s'impose d'urgence. Au fur et à mesure que les risques associés aux déséquilibres mondiaux s'intensifieront, le FMI sera mis à l'épreuve. J'espère

sincèrement que l'examen stratégique en cours donnera naissance à une institution beaucoup plus efficace. Si le FMI accroît son efficacité, il sera un acteur important de l'optimisation des avantages de la mondialisation.

*Un changement s'impose d'urgence.
Au fur et à mesure que les risques
associés aux déséquilibres mondiaux
s'intensifieront, le FMI sera mis à
l'épreuve.*

En fait, le renouvellement du Fonds monétaire international est crucial, non seulement pour les Américains et les Canadiens, mais aussi pour toutes les nations de ce monde où l'interdépendance ne cesse de progresser.

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 (2^e édition, publiée en décembre 2005). Offert au prix de 8 \$ 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.

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)

2005

- 96 MUSE: The Bank of Canada's New Projection Model of the U.S. Economy (M.-A. Gosselin et R. Lalonde)

Documents de travail

2005

- 1 Self-Enforcing Labour Contracts and the Dynamics Puzzle (C. Calmès)
2 The Stochastic Discount Factor: Extending the Volatility Bound and a New Approach to Portfolio Selection with Higher-Order Moments (F. Chabi-Yo, R. Garcia et E. Renault)
3 Pre-Bid Run-Ups Ahead of Canadian Takeovers: How Big Is the Problem? (M.R. King et M. Padalko)
4 State-Dependent or Time-Dependent Pricing: Does It Matter for Recent U.S. Inflation? (P. J. Klenow et O. Kryvtsov)
5 Y a-t-il eu surinvestissement au Canada durant la seconde moitié des années 1990? (S. Martel)
6 Monetary Policy under Model and Data-Parameter Uncertainty (G. Cateau)
7 Determinants of Borrowing Limits on Credit Cards (S. Dey and G. Mumy)
8 Recent Developments in Self-Employment in Canada (N. Kamhi et D. Leung)
9 State Dependence in Fundamentals and Preferences Explains Risk-Aversion Puzzle (F. Chabi-Yo, R. Garcia et E. Renault)

- 10 Educations Spillovers: Does One Size Fit All? (R. Baumann et R. Solomon)
11 An Analysis of Closure Policy under Alternative Regulatory Structures (G. Caldwell)
12 Do Exchange Rates Affect the Capital-Labour Ratio? Panel Evidence from Canadian Manufacturing Industries (D. Leung et T. Yuen)
13 Efficiency and Economies of Scale of Large Canadian Banks (J. Allen et Y. Liu)
14 Labour Market Adjustments to Exchange Rate Fluctuations: Evidence from Canadian Manufacturing Industries (D. Leung et T. Yuen)
15 Learning-by-Doing or Habit Formation? (H. Bouakez et T. Kano)
16 Endogenous Central Bank Credibility in a Small Forward-Looking Model of the U.S. Economy (R. Lalonde)
17 Risk Perceptions and Attitudes (M. Misina)
18 Lines of Credit and Consumption Smoothing: The Choice between Credit Cards and Home Equity Lines of Credit (S. Dey)
19 Bank Failures and Bank Fundamentals: A Comparative Analysis of Latin America and East Asia during the Nineties Using Bank-Level Data (M. Arena)
20 La fonction de production et les données canadiennes (P. Perrier)
21 The Effectiveness of Official Foreign Exchange Intervention in a Small Open Economy: The Case of the Canadian Dollar (R. Fatum et M.R. King)
22 The Effects of the Exchange Rate on Investment: Evidence from Canadian Manufacturing Industries (T. Harchaoui, F. Tarkhani et T. Yuen)
23 Pocket Banks and Out-of-Pocket Losses: Links between Corruption and Contagion (R.H. Solomon)
24 A Search Model of Venture Capital, Entrepreneurship, and Unemployment (R. Boadway, O. Secrieru et M. Vigneault)
25 The Impact of Unanticipated Defaults in Canada's Large Value Transfer System (D. McVanel)
26 Uninsured Idiosyncratic Production Risk with Borrowing Constraints (F. Covas)
27 Inflation Dynamics and the New Keynesian Phillips Curve: An Identification-Robust Econometric Analysis (J.-M. Dufour, L. Khalaf et M. Kichian)
28 Inflation and Relative Price Dispersion in Canada: An Empirical Assessment (A. Binette et S. Martel)
29 Has Exchange Rate Pass-Through Really Declined in Canada? (H. Bouakez et N. Rebei)

* Ces publications peuvent être consultées dans le site Web de la Banque à l'adresse www.banqueducanada.ca.

Documents de travail (suite)*

2005

- 30 Intertemporal Substitution in Macroeconomics: Evidence from a Two-Dimensional Labour Supply Model with Money (A. Dib et L. Phaneuf)
- 31 Forecasting Canadian GDP: Region-Specific versus Countrywide Information (F. Demers et D. Dupuis)
- 32 Degree of Internationalization and Performance: An Analysis of Canadian Banks (W. Hejazi et E. Santor)
- 33 Does Financial Structure Matter for the Information Content of Financial Indicators? (R. Djoudad, J. Selody et C. Wilkins)
4. The Exchange Rate and Canadian Inflation Targeting (C. Ragan)
- 35 Testing the Parametric Specification of the Diffusion Function in a Diffusion Process (F. Li)
- 36 The Canadian Macroeconomy and the Yield Curve: An Equilibrium-Based Approach (R. Garcia et R. Luger)
- 37 Quantity, Quality, and Relevance: Central Bank Research, 1990–2003 (P. St-Amant, Greg Tkacz, A. Guérard-Langlois et L. Morel)
- 38 An Empirical Analysis of Foreign Exchange Reserves in Emerging Asia (M.-A. Gosselin and N. Parent)
- 39 Measurement Bias in the Canadian Consumer Price Index (J. Rossiter)
- 40 Subordinated Debt and Market Discipline in Canada (G. Caldwell)
- 41 Modelling and Forecasting Housing Investment: The Case of Canada (F. Demers)
- 42 Order Submission: The Choice between Limit and Market Orders (I. Lo et S.G. Sapp)
- 43 The 1975–78 Anti-Inflation Program in Retrospect (J. Sargent)
- 44 Forecasting Core Inflation in Canada: Should We Forecast the Aggregate or the Components? (F. Demers et A. De Champlain)
- 45 An Evaluation of MLE in a Model of the Nonlinear Continuous-Time Short-Term Interest Rate (I. Lo)

2006

- 1 The Institutional and Political Determinants of Fiscal Adjustment (R. Lavigne)
- 2 Structural Change in Covariance and Exchange Rate Pass-Through: The Case of Canada (L. Khalaf et M. Kichian)
- 3 Money and Credit Factors (P.D. Gilbert et E. Meijer)
4. Forecasting Canadian Time Series with the New Keynesian Model (A. Dib, M. Gammoudi et K. Moran)
- 5 Are Currency Crises Low-State Equilibria? An Empirical, Three-Interest-Rate Model (C. M. Cornell et R. H. Solomon)
- 6 Regime Shifts in the Indicator Properties of Narrow Money in Canada (T. Chan, R. Djoudad et J. Loi)
- 7 Ownership Concentration and Competition in Banking Markets (A. Lai et R. Solomon)
- 8 A Structural Error-Correction Model of Best Prices and Depths in the Foreign Exchange Limit Order Market (I. Lo et S.G. Sapp)
- 9 Monetary Policy in an Estimated DSGE Model with a Financial Accelerator (I. Christensen et A. Dib)
- 10 An Evaluation of Core Inflation Measures (J. Armour)
- 11 The Federal Reserve's Dual Mandate: A Time-Varying Index for the United States (R. Lalonde et N. Parent)
- 12 The Welfare Implications of Inflation versus Price-Level Targeting in a Two-Sector, Small Open Economy (E. Ortega et N. Rebei)
- 13 Guarding Against Large Policy Errors under Model Uncertainty (G. Cateau)
- 14 Forecasting Commodity Prices: GARCH, Jumps, and Mean Reversion (J.-T. Bernard, L. Khalaf, M. Kichian et S. McMahan)

* Ces publications peuvent être consultées dans le site Web de la Banque à l'adresse www.banqueducanada.ca.

Tableaux synoptiques

Données mensuelles	Cible de maîtrise de l'inflation (taux sur 12 mois)			Instrument de politique monétaire		Conditions monétaires				Agrégats monétaires (taux de croissance sur 12 mois)			Indicateurs de l'inflation						
	Fourchette cible	IPC	Indice de référence*	Fourchette opérationnelle pour le taux du financement à un jour (fin du mois)		Taux du financement à un jour	Indice des conditions monétaires (janvier 1987 = 0)	Taux du papier commercial à 90 jours	Indice C-6 des taux de change pondérés en fonction des échanges commerciaux (1992 = 100)	M1 brut	M1++	M2++	Écart de rendement entre les obligations classiques et à rendement réel	IPC global hors alimentation, énergie et à l'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)	
2002	A	1-3	1.7	2.2	2.00	2.50	2.2440	-10.07	2.46	79.48	11.7	15.3	6.9	2.29	1.9	2.1	-	0.6	2.8
	M	1-3	1.0	2.2	2.00	2.50	2.2471	-9.31	2.68	80.79	11.7	14.3	6.7	2.24	2.0	1.9	1.0	-0.3	2.1
	J	1-3	1.3	2.1	2.25	2.75	2.4964	-9.12	2.78	80.99	12.8	15.5	6.8	2.32	2.1	1.9	0.5	0.6	2.5
	J	1-3	2.1	2.1	2.50	3.00	2.7418	-10.40	2.88	77.71	13.3	14.7	6.7	2.28	2.1	2.0	0.1	0.5	2.5
	A	1-3	2.6	2.5	2.50	3.00	2.7448	-9.68	3.09	78.90	13.9	15.2	6.7	2.18	2.2	2.4	1.1	1.3	2.7
	S	1-3	2.3	2.5	2.50	3.00	2.7447	-10.27	2.90	77.97	10.9	12.7	6.1	2.18	2.3	2.3	0.6	0.9	2.6
	O	1-3	3.2	2.5	2.50	3.00	2.7449	-10.06	2.83	78.63	11.5	12.6	5.6	2.18	2.5	2.4	1.0	2.1	2.4
	N	1-3	4.3	3.1	2.50	3.00	2.7431	-10.21	2.85	78.24	9.6	10.3	4.8	2.15	3.1	3.0	1.9	1.8	2.2
	D	1-3	3.9	2.7	2.50	3.00	2.7439	-9.80	2.83	79.24	7.0	8.2	3.9	2.09	3.3	2.4	1.2	2.1	1.7
2003	J	1-3	4.5	3.3	2.50	3.00	2.7439	-9.34	2.91	80.15	7.4	7.3	3.7	2.27	3.3	2.9	1.7	1.1	1.7
	F	1-3	4.6	3.1	2.50	3.00	2.7469	-8.61	2.97	81.78	6.8	6.4	3.3	2.40	3.3	2.9	2.1	1.1	1.7
	M	1-3	4.3	2.9	2.75	3.25	2.9920	-7.72	3.28	83.22	6.2	5.6	3.4	2.50	3.1	2.7	2.1	0.1	1.4
	A	1-3	3.0	2.1	3.00	3.50	3.2373	-6.92	3.35	85.07	6.6	5.2	3.0	2.28	2.8	2.1	3.0	-1.5	1.0
	M	1-3	2.9	2.3	3.00	3.50	3.2416	-6.02	3.27	87.60	7.0	5.3	3.5	2.12	2.5	2.2	2.2	-2.7	1.8
	J	1-3	2.6	2.1	3.00	3.50	3.2449	-5.11	3.11	90.45	7.7	5.2	3.2	2.04	2.1	2.0	2.1	-3.7	1.1
	J	1-3	2.2	1.8	2.75	3.25	2.9947	-6.60	2.89	87.07	10.0	6.6	3.5	2.25	1.7	1.9	2.3	-2.1	2.0
	A	1-3	2.0	1.5	2.75	3.25	2.9972	-6.68	2.80	87.11	9.5	6.6	3.5	2.29	1.7	1.7	2.4	-2.6	2.2
	S	1-3	2.2	1.7	2.50	3.00	2.7490	-5.93	2.64	89.52	8.6	6.5	3.4	2.15	1.8	1.9	1.6	-3.8	2.7
	O	1-3	1.6	1.8	2.50	3.00	2.7492	-4.85	2.71	92.25	6.9	6.1	3.1	2.38	1.8	1.8	1.5	-5.5	2.7
	N	1-3	1.6	1.8	2.50	3.00	2.7481	-4.73	2.73	92.54	8.5	6.8	3.1	2.38	1.8	1.7	0.7	-6.0	2.2
	D	1-3	2.0	2.2	2.50	3.00	2.7481	-4.68	2.66	92.87	9.6	7.6	3.9	2.41	1.5	2.1	0.7	-5.4	2.7
2004	J	1-3	1.2	1.5	2.25	2.75	2.4951	-5.77	2.37	90.68	10.4	8.3	3.8	2.66	1.5	1.5	1.1	-5.3	2.9
	F	1-3	0.7	1.1	2.25	2.75	2.4953	-6.21	2.25	89.82	12.9	9.7	4.4	2.53	1.0	1.2	1.4	-4.3	2.6
	M	1-3	0.7	1.3	2.00	2.50	2.2482	-5.72	2.10	91.55	14.0	10.5	4.7	2.65	1.1	1.2	0.7	-3.5	2.8
	A	1-3	1.6	1.8	1.75	2.25	1.9959	-6.98	2.05	88.28	15.2	12.0	5.1	2.85	1.2	1.7	1.0	-1.3	3.0
	M	1-3	2.5	1.5	1.75	2.25	1.9985	-7.08	2.07	87.98	15.8	13.1	5.1	3.00	1.2	1.8	1.0	2.8	2.8
	J	1-3	2.5	1.7	1.75	2.25	2.0005	-6.36	2.10	89.81	14.1	13.0	5.7	2.96	1.4	1.8	1.3	3.1	3.3
	J	1-3	2.3	1.9	1.75	2.25	1.9973	-6.03	2.12	90.65	10.9	11.6	5.4	2.98	1.4	1.9	1.1	0.6	2.4
	A	1-3	1.9	1.5	1.75	2.25	1.9979	-5.28	2.22	92.43	10.4	10.6	5.2	2.93	1.0	1.7	-	0.3	2.1
	S	1-3	1.8	1.5	2.00	2.50	2.2496	-4.22	2.50	94.63	10.1	10.4	5.2	2.72	1.0	1.6	1.1	-	1.9
	O	1-3	2.3	1.4	2.25	2.75	2.4960	-3.03	2.60	97.77	11.5	10.6	5.7	2.72	0.8	1.7	0.9	0.7	2.2
	N	1-3	2.4	1.6	2.25	2.75	2.4977	-1.82	2.74	100.95	10.6	9.9	5.3	2.73	1.1	1.8	1.1	-0.6	3.1
	D	1-3	2.1	1.7	2.25	2.75	2.4999	-3.02	2.57	97.89	11.6	10.8	5.6	2.81	1.3	1.7	2.0	-0.7	2.7
2005	J	1-3	2.0	1.6	2.25	2.75	2.4980	-3.35	2.56	96.96	11.1	10.4	5.8	2.71	1.2	1.6	0.9	-	3.0
	F	1-3	2.1	1.8	2.25	2.75	2.4971	-3.54	2.57	96.37	10.1	9.8	5.8	2.69	1.4	1.7	1.1	-0.5	2.5
	M	1-3	2.3	1.9	2.25	2.75	2.4794	-2.74	2.68	98.39	9.9	9.3	5.6	2.69	1.4	1.9	2.8	-0.7	3.2
	A	1-3	2.4	1.7	2.25	2.75	2.4954	-3.69	2.58	95.92	9.8	8.6	5.7	2.67	1.2	1.8	2.2	-0.5	3.2
	M	1-3	1.6	1.6	2.25	2.75	2.4866	-4.02	2.59	94.93	8.8	7.7	5.4	2.60	1.2	1.6	1.6	-2.2	2.4
	J	1-3	1.7	1.5	2.25	2.75	2.4936	-2.88	2.58	98.28	9.5	7.2	5.0	2.42	1.3	1.7	2.2	-1.5	2.9
	J	1-3	2.0	1.4	2.25	2.75	2.4922	-2.95	2.64	97.88	9.6	6.9	4.7	2.38	1.1	1.7	2.6	-0.7	3.1
	A	1-3	2.6	1.7	2.25	2.75	2.4882	-1.63	2.83	101.27	9.3	6.7	4.9	2.39	1.5	1.9	2.6	-0.3	3.4
	S	1-3	3.4	1.7	2.50	3.00	2.7421	-1.07	2.98	102.51	11.3	7.7	5.6	2.57	1.6	2.1	2.9	0.8	3.6
	O	1-3	2.6	1.7	2.75	3.25	2.9873	-0.66	3.14	103.30	11.3	8.4	5.5	2.67	1.5	1.8	3.0	0.6	3.7
	N	1-3	2.0	1.6	2.75	3.25	2.9883	-0.21	3.37	103.96	11.4	8.5	5.9	2.53	1.4	1.7	3.4	1.5	3.6
	D	1-3	2.2	1.6	3.00	3.50	3.2437	-	3.52	104.14	10.7	8.0	6.2	2.58	1.3	1.7	2.6	0.9	3.6
2006	J	1-3	2.8	1.7	3.25	3.75	3.2961	0.47	3.67	105.15	10.6	7.2	5.9	2.66	1.4	2.0		0.7	3.2
	F	1-3	2.2	1.7	3.25	3.75	3.4765	0.73	3.80	105.56	12.3	7.8		2.71	1.4	1.7		-1.0	3.2
	M				3.50	4.00	3.7269	0.20	4.00	103.29				2.64					3.1

* 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)	
1993	9.4	5.1	-0.7	4.2	6.6	-6.3	0.7	2.3	7.6	3.8	2.3		0.5	11.4
1994	13.2	8.4	1.4	1.9	6.8	1.6	4.7	7.9	6.4	6.0	4.8		2.1	10.4
1995	6.6	0.8	-2.6	3.8	4.1	5.5	5.1	7.5	3.7	5.1	2.8		1.8	9.5
1996	12.2	8.2	3.3	4.4	6.8	1.5	5.5	6.5	4.2	3.3	1.6		0.9	9.6
1997	16.9	11.2	7.2	0.9	7.2	7.7	9.9	10.0	5.6	5.5	4.2		2.1	9.1
1998	10.3	7.0	3.1	-1.1	5.5	11.5	11.5	10.1	4.9	3.7	4.1	3.8	2.5	8.3
1999	7.6	6.0	4.3	3.6	5.3	2.4	6.3	7.1	4.3	7.4	5.5	5.6	2.6	7.6
2000	14.7	10.6	8.8	5.9	7.0	6.5	7.3	12.6	4.8	9.6	5.2	5.5	2.5	6.8
2001	12.1	10.3	9.6	6.6	7.6	-1.5	5.7	6.8	4.0	2.9	1.8	1.6	1.2	7.2
2002	11.7	10.9	13.7	7.4	6.4	-6.0	3.8	6.5	7.4	4.2	3.1	3.2	2.4	7.7
2003	7.9	5.0	6.3	4.7	3.4	-3.1	1.3	9.1	8.1	5.4	2.0	2.1	2.4	7.6
2004	12.2	9.0	10.9	4.7	5.1	-0.5	4.0	10.3	9.6	6.1	2.9	3.1	1.8	7.2
2005	10.2	7.9	8.3	4.6	5.5	5.7	5.8	12.0	9.8	6.1	2.9	3.0	1.4	6.8
Taux annuels														
2002 I	11.2	14.4	18.2	7.9	6.7	-10.7	3.7	6.6	7.6	7.7	4.9	5.9	3.0	7.9
II	4.8	5.2	8.3	3.7	4.4	-6.8	2.1	9.0	8.9	11.0	3.4	4.8	4.3	7.7
III	11.6	8.4	8.2	6.4	4.8	-3.6	2.3	9.4	8.1	5.7	3.8	3.0	4.3	7.5
IV	9.9	6.8	6.9	4.7	3.3	1.0	2.3	10.3	7.3	7.4	2.3	1.9	2.7	7.5
2003 I	1.3	0.4	2.3	4.1	1.4	-1.4	0.6	6.9	8.0	9.6	3.1	2.2	2.8	7.4
II	-5.9	2.3	3.7	5.1	3.5	-3.1	0.2	9.7	7.9	-3.3	-1.2	-0.1	0.2	7.7
III	21.3	13.2	13.8	5.7	5.7	-7.8	1.1	11.0	8.8	4.9	1.3	2.0	1.2	7.8
IV	5.8	5.1	8.0	1.3	3.0	-8.1	2.5	9.2	9.5	5.2	3.6	4.8	3.1	7.5
2004 I	17.6	11.1	12.8	4.6	5.0	-2.1	4.1	11.0	9.3	6.7	2.6	2.5	1.5	7.3
II	16.0	13.9	16.4	7.5	7.5	9.8	6.6	10.0	10.7	10.6	5.0	4.0	2.6	7.2
III	3.1	4.4	6.6	5.5	5.5	6.7	6.2	10.8	10.3	6.8	3.5	4.0	0.6	7.1
IV	8.6	6.6	6.2	3.1	4.2	4.0	5.2	10.7	10.1	4.1	2.1	1.8	1.4	7.1
2005 I	14.1	10.9	10.4	5.7	5.6	6.0	6.7	11.5	8.8	3.4	2.1	2.5	0.9	7.0
II	12.0	9.2	8.2	4.9	6.0	3.8	4.6	14.0	9.5	6.2	3.6	3.4	1.7	6.8
III	5.7	1.3	3.7	1.6	4.4	7.9	6.3	13.5	10.2	10.5	3.5	4.2	1.5	6.8
IV	12.8	10.3	11.0	5.9	7.5	5.3	5.5	12.3	10.9	8.3	2.5	3.0	2.4	6.5
2006 I													1.6	6.4
Trois derniers mois	15.3	9.6	8.7	4.9	6.8	14.0	6.1	12.2	11.0			3.1	1.6	6.3
Taux mensuels														
2005 M	0.8	0.7	0.6	0.1	0.3	0.1	0.4	1.0	0.7			-0.1	-	6.9
A	1.4	1.0	0.8	0.7	0.7	0.4	0.3	1.1	0.7			0.5	0.3	6.8
M	0.3	0.5	0.6	0.2	0.4	0.1	0.4	1.2	0.8			0.4	0.2	6.9
J	0.9	0.7	0.4	0.4	0.5	0.7	0.5	1.0	0.9			0.3	0.1	6.8
J	0.2	-0.5	0.1	-0.4	-	1.1	0.6	1.0	0.8			0.3	0.2	6.8
A	-0.1	-0.4	-0.1	0.2	0.4	0.1	0.4	1.0	0.8			0.6	0.1	6.8
S	1.6	1.3	1.2	0.9	0.9	0.7	0.7	1.2	0.9			-0.1	-	6.7
O	1.1	1.1	1.2	0.5	0.6	0.3	0.4	0.8	0.9			0.3	0.4	6.6
N	0.7	0.4	0.4	-	0.3	-0.2	0.2	1.0	0.9			0.2	0.2	6.4
D	1.4	1.1	1.0	0.9	1.0	1.6	0.7	1.1	0.9			0.4	-0.1	6.5
2006 J	0.7	0.1	-	-0.1	0.1	1.8	0.6	0.9	0.8			0.2	0.2	6.6
F	2.7	1.6	1.3			1.6	0.5						0.2	6.4
M													0.3	6.3

A2 (Suite)

Taux d'utilisation des capacités Ensemble des industries manufacturières 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	
80.6	1.8	2.1	1.4		0.6	0.8	0.5	3.0	3.87	6.57	3.78	1993
83.0	0.2	1.8	1.1		-	1.2	3.3	7.5	7.14	9.07	4.92	1994
82.1	2.2	2.5	2.3		0.7	1.4	8.3	11.1	5.54	7.11	4.42	1995
82.0	1.6	1.7	1.6		0.5	1.8	3.8	-1.2	2.85	6.37	4.09	1996
83.6	1.6	1.9	1.2		1.1	1.9	-3.7	-4.3	3.99	5.61	4.14	1997
84.6	0.9	1.3	-0.5	1.0	1.6	1.7	-15.3	-12.6	4.66	4.89	4.11	1998
86.0	1.7	1.4	1.7		1.9	2.7	6.7	1.5	4.85	6.18	4.01	1999
87.1	2.7	1.3	4.2		2.5	2.4	18.4	3.5	5.49	5.35	3.42	2000
84.4	2.6	2.1	1.1		3.3	3.0	-5.2	-6.9	1.95	5.44	3.76	2001
84.8	2.2	2.3	1.1		2.9	2.6	-5.9	-6.6	2.63	4.88	3.33	2002
84.4	2.8	2.2	3.3		2.9	1.3	20.1	8.8	2.57	4.66	2.79	2003
85.8	1.9	1.5	3.0		1.4	2.4	20.5	21.4	2.47	4.39	2.11	2004
86.1	2.2	1.6	3.1		2.2	2.4	23.0	3.8	3.57	3.93	1.44	2005
83.7	3.0	2.5	2.7	-0.8	3.1	2.1	15.9	12.3	2.30	5.79	3.68	2002 I
85.2	4.3	3.5	7.4	-0.8	2.7	2.3	40.0	-1.8	2.70	5.37	3.42	2002 II
83.3	4.6	3.0	1.9	2.7	3.2	2.5	2.8	-1.5	2.83	4.92	3.25	2002 III
84.8	3.5	2.0	4.9	4.6	3.3	3.6	20.4	-4.0	2.63	4.88	3.33	2002 IV
85.5	5.2	3.6	6.4	1.4	2.9	2.4	82.0	14.1	3.14	5.13	3.08	2003 I
83.7	-1.9	-	-2.1	1.1	3.0	0.3	-17.4	14.8	3.07	4.37	2.99	2003 II
83.5	2.0	1.5	3.7	1.3	3.2	2.3	0.6	20.8	2.58	4.64	3.08	2003 III
84.9	1.8	2.5	1.4	0.2	2.3	1.6	17.6	19.5	2.57	4.66	2.79	2003 IV
81.5	1.7	1.1	4.0	1.7	2.8	2.7	45.3	38.9	1.98	4.33	2.39	2004 I
85.6	3.4	1.7	5.0	1.2	-0.3	2.5	36.7	34.4	2.01	4.83	2.37	2004 II
86.6	1.0	1.5	3.2	-0.2	1.8	1.0	5.4	1.5	2.45	4.58	2.32	2004 III
86.3	3.0	2.0	1.7	2.6	2.1	2.7	13.7	-15.7	2.47	4.39	2.11	2004 IV
86.2	1.0	1.6	1.4	2.6	2.6	2.4	16.3	25.6	2.56	4.39	2.08	2005 I
85.7	2.8	1.4	2.8	2.9	2.6	2.5	23.7	-1.2	2.48	3.81	1.87	2005 II
86.1	3.9	1.4	6.6	2.7	2.9	2.7	62.5	-10.2	2.86	3.94	1.64	2005 III
86.3	1.4	2.0	5.5	3.7	1.6	2.0	27.7	14.0	3.37	3.93	1.44	2005 IV
							-27.0	28.6	3.86	4.23	1.59	2006 I
	0.8	1.9	3.7	3.7			-27.0	28.6	3.86	4.23	1.59	
	0.3	0.2	1.0	1.0			7.2	2.3	2.56	4.39	2.08	2005 M
	0.4	0.1	-0.1	-0.1			1.6	-1.0	2.45	4.14	1.92	2005 A
	-0.1	0.1	-0.4	-0.4			-5.2	-3.0	2.46	4.02	1.86	2005 M
	0.2	0.2	0.5	0.5			5.5	0.1	2.48	3.81	1.87	2005 J
	0.3	-	0.4	0.4			1.5	-2.1	2.59	3.91	1.93	2005 J
	0.4	0.2	-0.3	-0.3			8.6	-0.1	2.72	3.78	1.73	2005 A
	0.8	0.2	0.8	0.8			9.7	1.3	2.86	3.94	1.64	2005 S
	-0.3	0.2	0.6	0.6			1.1	0.2	3.06	4.16	1.70	2005 O
	-0.1	0.2	0.6	0.6			-9.3	1.7	3.31	4.06	1.65	2005 N
	0.2	0.2	0.2	0.2			8.8	3.3	3.57	3.93	1.44	2005 D
	0.5	0.2	0.2	0.2			-6.7	2.8	3.47	4.11	1.54	2006 J
	-0.3	0.2					-4.2	1.2	3.72	4.10	1.44	2006 F
							-1.2	-0.1	3.86	4.23	1.59	2006 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
	Gouvernement du Canada	Ensemble des administrations publiques	Solde de la balance commerciale	Solde de la balance courante	
	(28)	(29)	(30)	(31)	(32)
1993	-5.5	-8.7	1.8	-3.9	1.2898
1994	-4.6	-6.7	2.6	-2.3	1.3659
1995	-3.9	-2.8	4.4	-0.8	1.3726
1996	-2.0	0.2	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	1.9	2.9	6.2	2.7	1.4852
2001	1.1	0.7	6.4	2.3	1.5484
2002	0.8	-0.1	5.0	1.8	1.5704
2003	0.1	-	4.7	1.5	1.4015
2004	0.6	0.7	5.1	2.2	1.3015
2005	0.4	1.7	4.9	2.2	1.2116
Taux annuels					
2002 I	0.6	-0.5	5.5	2.7	1.5946
2002 II	0.7	-0.2	4.8	2.0	1.5549
2002 III	0.7	-0.2	4.9	1.5	1.5628
2002 IV	1.1	0.5	4.7	1.2	1.5698
2003 I	0.7	0.5	5.2	1.5	1.5102
2003 II	-1.1	-0.6	4.0	0.8	1.3984
2003 III	0.3	-	4.9	1.8	1.3799
2003 IV	0.3	0.1	4.7	1.9	1.3160
2004 I	0.2	0.1	5.1	2.1	1.3179
2004 II	0.2	0.5	5.9	3.0	1.3592
2004 III	0.9	0.8	5.1	2.2	1.3072
2004 IV	1.1	1.3	4.4	1.6	1.2203
2005 I	-1.2	1.3	3.9	1.3	1.2267
2005 II	0.8	1.5	4.1	1.5	1.2439
2005 III	0.5	1.7	5.2	2.2	1.2012
2005 IV	1.4	2.4	6.2	3.8	1.1733
2006 I					1.1547
Trois derniers mois					
Taux mensuels					
2005 M					1.1547
2005 A					1.2161
2005 M					1.2360
2005 J					1.2555
2005 J					1.2402
2005 A					1.2227
2005 S					1.2040
2005 O					1.1776
2005 N					1.1776
2005 D					1.1811
2006 J					1.1610
2006 F					1.1573
2006 M					1.1489
					1.1574

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 à un jour 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. Avant 1996, toutes les opérations de pension étaient exclues des données, à l'exception de celles qui étaient négociées 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 crédit 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 autres titres de placement au détail et les montants cumulatifs nets versés dans les fonds crendement des ommuns 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 récente. 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 4,00 % arrivant à échéance le 1^{er} décembre 2031. Avant le 24 septembre 2001, l'émission de référence était l'émission 4,25 % échéant le 1^{er} décembre 2026. Avant le 7 décembre 1995, l'émission de référence était l'émission 4,25 % échéant le 1^{er} 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).

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
- (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 crede 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 autres titres de placement au détail et 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.

A2 (suite)

- (17) Indice des prix à la consommation (Tableau H8)
- (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 Ressources humaines et Développement des compétences 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 4,00 % arrivant à échéance le 1^{er} décembre 2031. Avant le 24 septembre 2001, l'émission de référence était l'émission 4,25 % échéant le 1^{er} décembre 2026. Avant le 7 décembre 1995, l'émission de référence était l'émission 4,25 % échéant le 1^{er} 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^o 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)

