

898

# REVUE DE LA BANQUE DU CANADA

*Hiver 2001-2002*





## Membres du Comité de rédaction

Dave Longworth  
*président*

John Chant  
Pierre Duguay  
Charles Freedman  
Clyde Goodlet  
Paul Jenkins  
Sheryl Kennedy  
Tiff Macklem  
John Murray  
Ron Parker  
George Pickering  
James Powell  
Jack Selody  
Bruce Yemen

Jill Moxley et  
Lea-Anne Solomonian  
*rédaçtrices*

## Haute Direction

*Gouverneur*  
David A. Dodge

*Premier sous-gouverneur*  
Malcolm D. Knight

*Sous-gouverneurs*  
Pierre Duguay  
Charles Freedman  
Paul Jenkins  
Sheryl Kennedy

*Avocat général et secrétaire général*  
Marcus L. Jewett, c.r.

*Directeur de l'administration*  
Daniel W. MacDonald

*Conseillers*  
Janet Cosier\*  
Roy Flett  
Clyde Goodlet  
David Longworth  
John Murray  
Ron Parker

*Conseiller spécial*  
John Chant\*\*

*Vérificateur interne*  
Peter Koppe

*Chef de la Comptabilité*  
Sheila Vokey

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

\*\* Économiste invité

La *Revue de la Banque du Canada* est publiée trimestriellement sous la direction du Comité de rédaction, auquel incombe la responsabilité des pages de rédaction. Le contenu de la *Revue* peut être reproduit ou cité dans la mesure où le nom de la publication ainsi que la livraison d'où sont tirés les renseignements sont mentionnés expressément.

On peut consulter les livraisons déjà parues de la *Revue* ainsi que d'autres publications dans le site Web à l'adresse [www.banqueducanada.ca](http://www.banqueducanada.ca).

ISSN 0045-1460  
4939

Imprimé au Canada sur papier recyclé

REVUE DE LA BANQUE DU CANADA

Hiver 2001-2002



# Revue de la Banque du Canada

Hiver 2001-2002

## *Articles*

- La résolution des crises financières internationales :  
capitaux privés et fonds publics ..... 3
- Le marché canadien des titres à revenu fixe : évolution  
récente et perspectives ..... 15
- La gestion des risques du Compte du fonds des  
changes ..... 27

## *Discours*

- L'économie canadienne : ses défis actuels et futurs .... 39

---

## *Annonces diverses*

- Conseil d'administration, Haute Direction et cadres  
de la Banque du Canada ..... 45
- Publications de la Banque du Canada ..... 51

---

Tableaux synoptiques ..... 53

Notes relatives aux tableaux ..... 59

## Pièce byzantine de 40 nummi

Les pièces du début de l'Empire byzantin témoignent de l'abandon progressif des conventions artistiques de la Rome antique au profit d'un style plus médiéval. La pièce de 40 nummi de l'empereur Justinien, illustrée en couverture, constitue l'une des premières manifestations de cette tendance.

Justinien accéda au trône en l'an 527. Les premières pièces de bronze qu'il émit ressemblaient à celles de ses prédécesseurs immédiats, qui avaient mis en place une gamme standard de coupures allant de 5 à 40 nummi. Au revers de chaque pièce figurait une grande lettre grecque indiquant la valeur, entourée d'éléments tels que des étoiles, des pastilles, des croix et des croissants de lune, tous situés au-dessus du nom abrégé de l'atelier monétaire. Dans la tradition romaine, l'avers présentait un buste de profil de l'empereur ainsi qu'une légende indiquant son nom et ses titres.

À la douzième année du règne de Justinien, les pièces de bronze furent modifiées, et le dessin qu'on adopta alors resta en usage pendant plusieurs générations. Le

buste de profil fut remplacé par un buste cuirassé de face de l'empereur tenant un globe surmonté d'une croix (le globe crucigère). Ce symbole chrétien primitif signifie que le souverain est l'élu de Dieu, chargé de le représenter et d'exercer son autorité sur la terre. Le buste de face et la prééminence du symbolisme chrétien allaient s'imposer dans toute l'Europe. Justinien introduisit également le système de datation fondé sur les dates de règne pour l'ensemble des pièces de bronze émises dans l'Empire. Ainsi, la pièce reproduite en couverture fut frappée en l'an 13 (ANNO XIII) de son règne, ce qui correspond aux années 539 et 540.

La pièce de bronze de 40 nummi est la plus grande et la plus lourde à avoir été frappée sous Justinien; elle pèse 22,76 grammes et sa taille s'apparente à celle d'un ancien dollar d'argent du Canada. Cette pièce a été émise à Constantinople, l'actuelle Istanbul, capitale de l'Empire byzantin. Elle fait partie de la Collection nationale de monnaies de la Banque du Canada.

Photographie : James Zagon, Ottawa.

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

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

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

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

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

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

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

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

# La résolution des crises financières internationales : capitaux privés et fonds publics

Andy Haldane, Banque d'Angleterre, et Mark Kruger, département des Relations internationales

## Avant-propos

Les crises financières internationales qui se sont succédé à partir du milieu des années 1990 — la crise du peso mexicain en 1994-1995, la crise financière asiatique en 1997, la défaillance de la Russie en 1998, la crise brésilienne en 1998-1999 et, plus récemment, la situation de la Turquie et de l'Argentine — ont été très coûteuses pour les États directement touchés et pour l'économie mondiale en général. Les secteurs public, privé et universitaire ont entrepris d'importants travaux sur les moyens de prévenir et de mieux gérer de telles crises. De grands progrès ont été accomplis à cet égard, mais on s'entend généralement pour dire que le travail n'est pas terminé. Les enjeux sont complexes. Si chaque crise est unique, toutes présentent néanmoins des caractéristiques communes dont il est possible de tirer des leçons.

Au chapitre de la prévention des crises, il existe un vaste consensus quant aux mesures que les États devraient prendre, et la communauté internationale a consacré à cette fin des ressources considérables. Par contre, la façon de résoudre les crises une fois qu'elles ont éclaté ne suscite pas la même unanimité.

Les travaux entrepris conjointement par la Banque du Canada et la Banque d'Angleterre portent précisément sur le règlement des crises financières internationales. Le document de Andy Haldane et Mark Kruger intitulé *La résolution des crises financières internationales : capitaux privés et fonds publics* fait la synthèse de ce que nous avons accompli au cours de la dernière année et demie.

Par leur collaboration, les deux institutions ont voulu jeter les bases d'un cadre de résolution des crises qui encourage la participation de toutes les parties, de telle sorte qu'on puisse s'attaquer aux difficultés *sans* mettre en péril l'intégrité du système financier international. Ce cadre, fondé sur des principes plutôt que sur des règles, tente de clarifier les rôles et les responsabilités qui incombent respectivement aux secteurs public et privé.

Cela est particulièrement important à la lumière des changements profonds qui se sont opérés sur les marchés financiers internationaux, ces dernières années, et de la responsabilité à l'égard des décisions.

L'élément central de ce cadre est une solide présomption quant au niveau de l'aide « normale » que peuvent sentir les institutions officielles. Une telle présomption, croyons-nous, baliserait les négociations entre débiteurs et créanciers et influencerait sur les anticipations des marchés financiers. Dans la mesure où les crédits fournis par le FMI sont assujettis à des limites, la participation du secteur privé devient une pièce maîtresse dans la résolution des crises. La forme précise que revêtira l'intervention du secteur privé est laissée à la discrétion du pays débiteur, qui peut choisir parmi un éventail d'options comprenant des mesures volontaires aussi bien qu'imposées. Au titre des mesures volontaires, les échanges d'obligations et la conclusion d'accords de restructuration de la dette avec les créanciers se sont avérés utiles dans le passé. Pour ce qui est des mesures imposées, les moratoires peuvent remplir une fonction efficace en situation de crise; ils occupent d'ailleurs une place importante au sein de la panoplie d'outils dont dispose la communauté internationale pour résoudre les crises.

La promotion des avantages liés à l'intégration de l'économie mondiale se bute encore à de nombreux défis, dont ceux de la prévention et de la résolution des crises financières internationales. En publiant conjointement cette étude, la Banque du Canada et la Banque d'Angleterre espèrent faire avancer les discussions et les débats sur les questions pertinentes et ainsi favoriser un rapprochement des parties quant à la façon d'améliorer le système financier international.

Paul Jenkins/Mervyn King  
Ottawa/Londres novembre 2001

**D**epuis le milieu des années 1990, de plus en plus de crises financières frappent les économies de marché émergentes. Devant ce phénomène, les gouvernements et les institutions financières internationales cherchent intensivement des moyens de réduire la fréquence et la virulence des crises. Leurs discussions portent sur ce qu'il est convenu d'appeler « l'architecture financière internationale ».

---

*Il existe aujourd'hui un consensus assez large, au sein de la communauté des bailleurs de fonds officiels, au sujet des mesures propres à prévenir les crises.*

---

Il existe aujourd'hui un consensus assez large, au sein de la communauté des bailleurs de fonds officiels, au sujet des mesures propres à prévenir les crises. Par exemple, l'établissement de bases macroéconomiques saines et la mise en place d'un cadre de politique crédible, apte à surmonter les chocs économiques et financiers, constituent le meilleur rempart contre les crises. On s'entend également sur l'importance d'une gestion financière prudente, notamment en ce qui concerne le bilan des gouvernements et le système financier. En outre, des groupes de travail internationaux ont abattu une tâche considérable en vue d'établir des codes et des normes de pratiques exemplaires en matière de politique publique. En ce qui concerne les normes, la communauté officielle ne doit pas adopter une approche prescriptive, mais plutôt encourager la transparence pour ce qui est de la mesure dans laquelle celles-ci sont observées par les différents pays.

Malgré ces mécanismes de prévention, des crises continueront néanmoins de survenir de temps à autre, et les responsables des politiques ne sont pas aussi unanimes sur la question des mesures de *résolution* à appliquer en pareilles circonstances. Le Fonds monétaire international (FMI) a réagi à ces crises en offrant des programmes de financement, souvent d'une grande envergure, subordonnés à la mise en œuvre de réformes macroéconomiques et structurelles. Ces programmes visent à fournir un crédit de relais au débiteur. Conjugués aux réformes exigées, ils sont censés catalyser, en bout de ligne, les flux de capitaux du secteur privé.

On craint toutefois que l'octroi d'importants crédits officiels ne démotive les débiteurs et les créanciers actifs sur les marchés internationaux de capitaux; c'est ce qu'on appelle le risque d'aléa moral. Et l'absence de limites clairement définies *ex ante*, en ce qui a trait à l'ampleur de l'aide officielle disponible, constitue une source additionnelle de risque pour les opérateurs des marchés. Elle peut aussi retarder les négociations entre débiteurs et créanciers lorsque surgissent des difficultés liées au remboursement.

Dans ce contexte, la présente étude propose un nouveau cadre de résolution des crises financières internationales, qui se compose des éléments décrits ci-après. D'abord, le cadre repose sur la présomption que les crédits officiels multilatéraux sont limités. Autrement dit, il existerait un point à partir duquel le secteur privé devrait nécessairement participer à la résolution des crises. La forme précise que prendrait l'intervention du secteur privé varierait selon les circonstances. Il existe une gamme d'options possibles, qui comprend des mesures volontaires telles que la reconduction des emprunts et les échanges d'obligations. À l'occasion, une crise peut forcer un débiteur à imposer un moratoire sur sa dette. Cette mesure peut être prise de façon ordonnée, avec le soutien du FMI, afin de bénéficier à la fois aux débiteurs et aux créanciers. Le cadre proposé permet le dépassement, dans certains cas, de la limite des crédits consentis par le FMI. Toutefois, ce genre de financement exceptionnel serait assujéti à des garanties procédurales strictes. Étant articulée autour d'éléments déjà établis, la présente proposition est, d'une certaine façon, assez modeste. Elle présente toutefois la particularité de mettre ces éléments en relation dans un cadre de résolution des crises ordonné et structuré — ordonné, parce que le processus de résolution peut être schématisé chronologiquement dans un arbre de décision, et structuré, parce que le cadre incite toutes les parties concernées à participer à la résolution de la crise. Ainsi, l'incidence et le coût des crises pourraient être réduits.

## **Un éventail d'approches en matière de résolution de crises**

La question de la meilleure approche à adopter en matière de règlement des crises a suscité un vif débat parmi les universitaires et les décideurs publics. Certains ont avancé que le FMI devrait pouvoir octroyer une quantité énorme, voire illimitée, de liquidités d'urgence, et jouer ainsi le rôle de prêteur international de dernier ressort. D'autres, à l'opposé,

considèrent que le financement officiel est l'une des causes du problème.

Selon Fischer (2000), non seulement le rôle d'un prêteur international de dernier ressort est-il nécessaire, mais il est assumé *de facto* par le FMI. L'institution qui joue ce rôle, assure-t-il, ne doit pas nécessairement pouvoir octroyer des liquidités pour être efficace. Ce qu'il faut, dans la plupart des cas, c'est une réaffectation des ressources entre les entités disposant de liquidités et celles qui en manquent. Comme le FMI peut s'apparenter à une caisse de crédit, les emprunteurs potentiels ont accès à un bassin de ressources que le FMI peut se procurer auprès des pays membres. Fischer précise que le FMI peut, s'il y a lieu, souscrire des emprunts en vertu des Accords généraux d'emprunts (AGE) ou des Nouveaux accords d'emprunt (NAE).

La International Financial Institutions Advisory Commission (2000), connue sous le nom de « commission Meltzer », a aussi recommandé que le FMI remplisse la fonction de prêteur international de dernier ressort. Les prêts consentis à des fins de trésorerie auraient une courte durée (120 jours, avec un seul renouvellement) et seraient assortis d'un taux d'intérêt de pénalisation; de plus, ils seraient garantis par un droit prioritaire clairement établi sur l'actif du débiteur. En outre, les prêts ne seraient octroyés qu'aux États qui satisfont à des conditions préalables strictes, notamment en matière de solidité financière.

Schwartz (1998) soutient pour sa part que les institutions financières officielles engendrent l'aléa moral et que leur intervention est par conséquent plus nuisible qu'utile. Selon elle, le secteur privé a su efficacement affronter les situations de panique, à la fin du XIX<sup>e</sup> siècle, en se reposant sur les titres de prêt émis par les chambres de compensation privées. Elle recommande l'abolition pure et simple du FMI, de préférence à sa réforme, et ce, pour « favoriser une économie internationale plus stable et plus libre ».

Ni l'une ni l'autre de ces approches ne semble vraiment convenir. Vouloir faire du FMI un prêteur international de dernier ressort serait illusoire, car il n'existe ni la capacité ni la volonté politique d'octroyer des crédits officiels illimités dans les délais voulus. Par ailleurs, cette éventualité est peu souhaitable en raison du risque d'aléa moral qu'elle ferait supporter aux débiteurs comme aux créanciers, minant l'efficacité du processus d'intermédiation financière entre les pays industrialisés et les pays en développement.

L'absence de toute institution officielle ne représente pas non plus la meilleure solution. Certes, elle assurerait une participation maximale du secteur privé. Mais le

règlement des crises passerait par un ajustement plus vigoureux des politiques des pays débiteurs ou par un financement accru du secteur privé — ou encore une combinaison des deux —, ce qui occasionnerait des pertes de production considérables ainsi que des cessations de paiement fréquentes et désordonnées. Autrement dit, il y aurait des conséquences négatives tant pour les créanciers que pour les débiteurs, et donc une perte sèche. Cette option, en somme, nuirait aussi au bon fonctionnement du système financier international.

Il existe toutefois une position intermédiaire, qui veut que l'octroi d'une aide officielle de montant modeste contribue à empêcher les crises de s'autoréaliser, tout en fournissant un délai en vue de l'ajustement des politiques. Par exemple, le groupe de travail indépendant parrainé par le Council on Foreign Relations (1999) a soutenu que le FMI devrait recommencer à appliquer ses limites de crédit habituelles dans le cas des crises qui ne posent pas de risque systémique. Dans des circonstances exceptionnelles, le FMI devrait recourir aux NAE ou aux AGE, ou encore à un mécanisme anti-contagion. L'enclenchement des mesures de protection contre le risque systémique serait subordonné à une décision fortement majoritaire de la part des créanciers.

## Le cadre actuel de résolution des crises

Les bailleurs de fonds officiels ont déjà réalisé certains progrès dans la promotion de cette solution intermédiaire. Par exemple, la déclaration publiée par le G7 à l'issue du Sommet de Cologne, en 1999, établissait certains principes et mécanismes en matière de règlement des crises. Mais, à eux seuls, ces principes et outils ne constituent pas un véritable cadre de résolution des crises. Si les composantes d'un tel cadre sont connues, la façon de les amalgamer reste à définir. À cet égard, deux aspects du cadre actuel méritent une attention particulière.

D'abord, le niveau du financement officiel disponible doit être clarifié. Ces derniers temps, la valeur des montages offerts par le FMI a varié considérablement d'un programme à l'autre. Et dans bien des cas récents concernant de grands pays, les limites de crédit normalement appliquées par le FMI ont été dépassées, souvent d'un montant substantiel. Des pouvoirs discrétionnaires trop étendus, aux mains des institutions officielles, suscitent de la confusion chez les débiteurs et les créanciers et causent aux autorités des problèmes de cohérence temporelle. La clarification

du niveau de l'aide officielle disponible pourrait influencer sur les actions et les anticipations des débiteurs et des créanciers quant au rôle qu'ils sont censés jouer dans la résolution des crises.

Deuxièmement, certains des outils de règlement des crises définis par les instances officielles n'ont pas été pleinement utilisés jusqu'à maintenant. C'est le cas notamment des clauses d'action collective, qui peuvent être insérées dans les contrats d'emprunt obligataire afin de faciliter la restructuration de la dette, ainsi que de l'imposition de moratoires sur les paiements, qui accordent un répit au débiteur et permettent un règlement ordonné des difficultés. Trop souvent, par le passé, les conditions dans lesquelles des emprunteurs souverains ont suspendu leurs paiements étaient chaotiques, tandis que le processus de règlement était lent, inefficace et inéquitable. On gagnerait à reconnaître que la possibilité d'une cessation de paiements est une caractéristique inhérente au mécanisme du marché, et non une éventualité qu'il faut éviter à tout prix. On s'efforcerait, en revanche, de limiter les coûts des défauts de paiement lorsqu'ils surviennent.

## Un cadre clair

Le cadre exposé dans la présente étude vise à trouver un juste équilibre entre l'aide financière consentie par les institutions officielles, les ajustements requis de la part des débiteurs et la participation du secteur privé, en partant du principe que tous ont un rôle à jouer dans la résolution des crises. Il importe toutefois que les rôles et les responsabilités de chaque partie soient clairement définies au préalable, ce qui est précisément la fonction d'un cadre de résolution des crises.

Voici les principaux éléments du cadre proposé :

### *Une présomption relative aux limites du financement officiel*

Lorsque des crises surviennent, les politiques macro-économiques doivent être ajustées de manière à atténuer les effets néfastes des chocs. Mais les mesures de politique n'agissent normalement qu'au bout d'un certain temps. Si la politique n'est pas crédible, ou si les marchés financiers s'impatientent, la seule perspective d'un ajustement peut s'avérer insuffisante pour modifier les anticipations. Un pays peut alors être la proie d'une attaque spéculative qui s'autoréalise.

L'aide officielle peut jouer un rôle utile dans ces circonstances, en servant de crédit-relais pendant que

les politiques intérieures sont ajustées et en catalysant les flux de capitaux privés. L'aide doit être limitée, cependant, pour éviter que les débiteurs ne soient moins enclins à prendre des mesures de redressement ou que le financement fourni par les instances officielles ne se substitue simplement aux capitaux privés. Pour cette raison, il doit être clairement établi que les limites « normales » des crédits officiels continuent de s'appliquer en période de crise financière.

---

*L'aide officielle peut jouer un rôle utile dans ces circonstances, en servant de crédit-relais pendant que les politiques intérieures sont ajustées et en catalysant les flux de capitaux privés.*

---

La clarification des limites du financement octroyé par le FMI présenterait trois grands avantages. Premièrement, elle réduirait l'incertitude, tant chez les débiteurs que chez les créanciers, à propos du niveau de la contribution du secteur public. En compensation de cette incertitude, les créanciers privés exigent une prime de risque qui accroît le coût des emprunts pour les pays à marché émergent. La mise en place d'un cadre plus clair de règlement des crises aurait pour effet de réduire cette prime de risque, ce qui serait avantageux pour toutes les parties.

Deuxièmement, si les limites sont claires, le secteur privé sera moins tenté d'exercer des pressions sur les institutions officielles pour qu'elles octroient, *ex post*, des fonds excédant le niveau jugé optimal *ex ante*. Les bailleurs de fonds officiels doivent trouver un compromis entre la nécessité de résoudre la crise financière en cours et celle de prévenir les crises futures. Ils sont aux prises, en somme, avec un problème de cohérence dans le temps (Kydland et Prescott, 1977).

L'équilibre entre efficacité *ex ante* et *ex post* est une notion courante dans le domaine des faillites d'entreprise (Eichengreen et Portes, 1995). Le FMI fait face à un dilemme du même ordre (Miller et Zhang, 1999). Selon Rogoff (1999), les plans de sauvetage proposés par le FMI encouragent les banques des pays industrialisés à courir plus de risques, tout comme

les mécanismes de soutien en place dans leurs pays peuvent les inciter à s'exposer à des risques.

Les décideurs publics sont évidemment bien au fait du problème de la cohérence dans le temps, qui touche tous les aspects des politiques qu'ils appliquent (budgétaire, monétaire, réglementaire, etc.). Cette difficulté les a amenés, dans bien des cas, à adopter des cadres stratégiques plus clairs. Par exemple, dans le domaine de la politique monétaire, la poursuite de cibles d'inflation allie des objectifs clairs — les cibles mêmes — avec une marge de manœuvre quant à la façon de les réaliser. Ce régime de « pouvoir discrétionnaire balisé », qui définit clairement les rôles et les responsabilités des différentes parties, contribue à réduire les problèmes de cohérence dans le temps liés à la conduite de la politique monétaire.

L'instauration d'un cadre clair de résolution des crises pourrait procurer des avantages similaires à la communauté financière internationale. Un tel cadre donnerait une idée des limites du financement pouvant être obtenu auprès des institutions officielles, laissant aux débiteurs et aux créanciers la possibilité d'agir dans leur meilleur intérêt à l'intérieur de ces balises.

Certains ont avancé que les bailleurs de fonds officiels devraient poursuivre une politique d'« ambiguïté constructive » dans la résolution des crises. On évoque parfois, par analogie, le fait que les instances d'un pays chargées du rôle de prêteur de dernier ressort tablent sur l'ambiguïté pour atténuer les risques d'aléa moral. Il est toutefois possible de restreindre l'aléa moral à l'échelle internationale sans pour autant entacher le cadre de résolution des crises d'une incertitude coûteuse, par exemple en limitant le montant du financement disponible.

Troisièmement, la limitation du financement aurait pour avantage de prévenir le risque moral. Ce dernier influence aussi bien les débiteurs (motivation moindre à procéder à des ajustements et à des réformes) que les créanciers (motivation moindre à pratiquer une gestion efficace des risques). Le risque moral est, de toute évidence, une question de degré. Tout contrat d'assurance comporte, à un certain degré, un risque moral. Les observations empiriques concernant les effets que le financement officiel peut avoir sur ce risque ne sont pas concluantes, mais elles donnent généralement à penser que celui-ci est étendu. Plus longtemps sera maintenu l'actuel régime de limites de crédit non exécutoires, plus grand sera le risque moral dans l'avenir.

## *La nature de la participation du secteur privé*

Si l'on s'accorde généralement pour dire que le secteur privé a un rôle à jouer dans la résolution des crises, une incertitude subsiste quant à la nature précise de son intervention et la meilleure façon de la susciter.

Les crédits octroyés par les bailleurs de fonds officiels en période de crise et la participation du secteur privé sont les deux côtés d'une même médaille. Dans l'hypothèse d'une limitation des crédits du FMI, le secteur privé finirait par faire partie intégrante du processus de résolution de toutes les crises.

Mais il incombe avant tout au pays débiteur de choisir parmi l'éventail d'options possibles, de concert avec ses créanciers, la forme précise que revêtira l'intervention du secteur privé. En principe, tant les mesures volontaires (comme les échanges d'obligations et la reconduction des emprunts) que les mesures imposées (tels les moratoires) sont jugées acceptables par les institutions officielles. Le rôle de ces dernières est de déterminer clairement les conditions auxquelles les crédits officiels seront octroyés ainsi que les limites d'un tel financement. Le pays débiteur doit quant à lui décider quelle option est la plus appropriée, compte tenu des caractéristiques de la crise en cours.

Dans la majorité des cas, le débiteur devrait pouvoir compter sur une participation volontaire du secteur privé, qui lui permette soit de mobiliser de nouveaux capitaux sur les marchés, soit de rééchelonner ses emprunts existants en consultation avec ses créanciers. Cette approche s'est déjà avérée efficace pour le règlement de certaines crises, notamment en Corée en 1997 et au Brésil en 1999. Pour les pays aux prises avec des dettes insoutenables, les échanges d'obligations fondés sur les marchés, qui ont pour effet d'abaisser la valeur nominale de l'encours de la dette — comme ce fut le cas par exemple au Pakistan en 1999 ainsi qu'en Ukraine et en Équateur en 2000 — constituent une autre mesure volontaire de résolution des crises.

Il arrive cependant que l'octroi de crédits limités de la part du FMI, conjugué à l'ajustement des politiques, ne permette pas de mobiliser suffisamment de capitaux privés à la faveur de mesures volontaires, par exemple si l'exode de capitaux est endémique. En pareils cas, il serait néfaste que les bailleurs de fonds officiels continuent de financer la fuite de capitaux privés. Il conviendrait alors de recourir à une quelconque mesure de dernier recours — un moratoire par exemple — qui accorde aux débiteurs et aux créanciers le temps nécessaire pour s'entendre sur une solution.

## *Le rôle des moratoires*

Les moratoires ne doivent pas être perçus comme un moyen d'exempter les débiteurs de leur obligation de rembourser leurs dettes intégralement et dans les délais prévus. Au contraire, ils doivent accroître l'efficacité du processus de gestion des crises. Les moratoires offrent trois grands avantages.

Premièrement, ils favorisent une action concertée de la part des créanciers. Un moratoire ordonné peut briser le cercle de la déstabilisation et, en fin de compte, de l'autoréalisation des attentes des créanciers. En réduisant le poids des facteurs externes auxquels sont soumis ces derniers, les moratoires peuvent s'avérer somme toute positifs pour les débiteurs comme pour les prêteurs. L'étude de Diamond et Dybvig (1983) montre que, dans un contexte national, le fait de permettre aux banques de suspendre les retraits peut s'avérer un moyen très efficace d'éliminer les problèmes d'action collective parmi les créanciers.

Deuxièmement, les moratoires peuvent fournir des motivations communes aux débiteurs et aux créanciers. Ces derniers seront plus enclins à conclure rapidement et volontairement des accords si la menace plausible d'un moratoire pèse sur eux. Les débiteurs, pour leur part, seront davantage disposés à négocier sachant que les crédits officiels sont limités. En tant que mesure palliative, les moratoires pourraient empêcher que les négociations entourant la dette ne s'éternisent, comme ce fut le cas récemment dans le cadre de certains programmes du FMI. En Corée par exemple, à la fin de 1997, un imposant programme d'aide n'était pas arrivé à freiner l'exode de capitaux et à stabiliser la balance des paiements. Il avait fallu que la Banque fédérale de réserve de New York convoque une réunion et convainque les banques américaines concernées qu'il était dans leur intérêt de reconduire les prêts interbancaires arrivant à échéance — puisque toutes ne pouvaient retirer leurs billes en même temps — pour que les créanciers et les débiteurs en arrivent finalement à une solution (FMI, 2000).

Troisièmement, les moratoires peuvent contribuer à ce que la suspension des paiements soit méthodique. Ils permettent aux débiteurs de se mettre à l'abri pendant la mise en œuvre de mesures correctrices (ajustement des politiques macroéconomiques, restructuration de la dette, etc.). L'imposition d'un moratoire peut donc s'avérer utile lorsqu'un pays est aux prises avec un problème de liquidité à court terme qui rend nécessaire le rééchelonnement de sa dette, ou encore dans les cas où un fardeau excessif exige une réduction de la dette.

La décision d'imposer un moratoire appartient au débiteur, mais la communauté des bailleurs de fonds officiels peut apporter son concours à cet égard. L'aide du FMI peut notamment prendre la forme d'un octroi de crédits aux pays en situation d'arriérés, c'est-à-dire d'un crédit-relais. Ce soutien serait toutefois assujéti à des conditions strictes, dont la volonté du débiteur de négocier de bonne foi avec ses créanciers, le traitement de tous les prêteurs sur un pied d'égalité et l'établissement d'un délai ferme pour la conclusion du processus. On s'assurerait ainsi que les débiteurs jouent franc jeu pendant un moratoire, qu'ils ne recourent pas à cette mesure trop souvent ni ne la maintiennent en place trop longtemps. Ces directives contribueraient au bon déroulement et au succès des moratoires.

## *Directives en matière de moratoires*

Les directives régissant les moratoires fournissent un cadre de travail pour la résolution des problèmes en matière de prêts souverains. Elles s'apparentent à certains égards aux procédures de faillite. Pour cette raison, certains se demandent si la suspension des paiements décrétée par les États souverains, au titre de leur dette, doit avoir un fondement juridique. Le cas échéant, il faudrait modifier les lois pertinentes dans toutes les entités administratives où un contrat d'emprunt est susceptible d'être exécuté. Cela aurait l'avantage de fournir une protection juridique au débiteur qui impose un moratoire sur sa dette.

Toutefois, modifier les lois de nombreuses entités représente une tâche colossale. En outre, les États ayant des droits souverains, leur situation diffère à maints égards de celle des sociétés. Les emprunteurs souverains n'ont pas besoin de l'autorisation d'un tribunal pour décréter un moratoire. De plus, les créanciers ne peuvent facilement saisir les actifs intérieurs d'un pays souverain, ni exiger le remplacement de l'administration en place. Compte tenu de ces différences, beaucoup des avantages liés à un moratoire peuvent être réalisés en l'absence d'un cadre réglementaire, sur l'assise d'un ensemble de directives (Schwarcz, 2000). Ces directives formeraient les conditions applicables à l'octroi de crédits par le FMI aux pays en situation d'arriérés. Voici, à titre d'exemple, à quoi pourraient ressembler ces directives :

1. Transparence. Le débiteur doit entretenir des communications efficaces avec l'ensemble des créanciers et leur livrer en temps opportun tous les renseignements pertinents.

2. Pour que le débiteur puisse négocier de bonne foi, les offres doivent être raisonnables. Le débiteur à court de liquidités doit présenter des conditions de rééchelonnement de sa dette qui n'amointrissent pas la valeur actuelle nette de ses obligations. Si un allègement de la dette s'avère nécessaire, le montant de la réduction ne doit pas dépasser le niveau jugé nécessaire pour assurer un fardeau d'endettement soutenable à moyen terme.
3. Les créanciers doivent, dans la mesure du possible, être traités de façon identique. Il faut non seulement traiter sur un même pied les différents créanciers (étrangers ou nationaux) détenant une même catégorie d'instrument, mais également les porteurs d'autres types d'instruments selon le rang de leur créance. Aucune présomption ne peut être faite quant au rang de la créance si le contrat d'emprunt ne précise rien à ce sujet.
4. Les apports nets en argent frais auront préséance sur les créances existantes, conformément aux règles de priorité similaires qui ont cours dans les cas d'insolvabilité d'une société. Afin d'aider à soutenir la production, le moratoire ne s'appliquera pas au crédit commercial.
5. Le processus doit être soumis à un délai ferme, pour empêcher les débiteurs de maintenir les moratoires en place indéfiniment. Si le délai expire sans que le débiteur ait soumis d'offre raisonnable à ses créanciers, il y aura manquement aux directives. Si toutefois le délai expire sans que l'ensemble ou certains des créanciers aient accepté une offre raisonnable de la part du débiteur, ce dernier ne sera pas considéré comme ayant enfreint les directives.

Pour autant que les directives soient respectées, le FMI devrait être disposé à consentir des crédits aux pays en situation d'arriérés. Une fois que le cadre exposé ici serait en place, tant les débiteurs que les créanciers auraient intérêt à conclure rapidement un accord sur la restructuration de la dette. Il serait raisonnable de croire, par ailleurs, qu'un débiteur qui respecterait les directives verrait diminuer les risques de litiges avec ses créanciers. Ces derniers sauraient en effet que le débiteur se conforme aux règles et les traite tous sur

un même pied, et donc qu'il serait plus facile de convaincre les tribunaux de se ranger du côté du débiteur plutôt que d'autoriser un créancier minoritaire à saisir les actifs d'un pays. L'expérience passée montre que les tribunaux tiennent bel et bien compte du comportement des débiteurs. Si la cause de Elliot Associates contre le Pérou a montré dernièrement que des créanciers peuvent empêcher la mise en œuvre d'une entente négociée, les exemples récents de la restructuration de la dette de la Russie, du Pakistan, de l'Ukraine et de l'Équateur sont encourageants. Quoi qu'il en soit, l'adoption de directives dont les tribunaux pourront se servir, pour interpréter le comportement des débiteurs et des créanciers, présente des avantages certains.

Évidemment, il serait nécessaire d'ajuster ces directives en fonction des résultats obtenus, pour veiller à ce qu'elles assurent un juste équilibre entre l'aléa moral lié au créancier (prêts du FMI ayant pour effet de financer l'exode des capitaux) et l'aléa moral lié au débiteur (imposition trop fréquente de moratoires ou maintien de ceux-ci en place trop longtemps). Il importe néanmoins que toute réglementation soit dynamique et puisse s'adapter à l'évolution du comportement des opérateurs du marché.

### *Les coûts possibles des moratoires*

Un certain nombre de séquelles peuvent être associées aux moratoires. Mais bien que les risques de telles séquelles ne doivent pas être pris à la légère, ils s'avèrent dans bien des cas moins tangibles qu'il n'y paraît.

On reproche notamment aux moratoires de compromettre la primauté des contrats. Or, cet argument ne résiste pas à une analyse minutieuse. Il faut invariablement présumer que les débiteurs s'acquitteront intégralement de leurs obligations dans les délais prescrits. Mais dans l'éventualité légitime d'un manque de liquidités ou d'un fardeau d'endettement insoutenable, le respect des conditions d'un contrat peut devenir impossible. Le débiteur doit alors pouvoir se mettre à l'abri. Les lois en matière de faillite procurent aux sociétés ce genre de protection, qui est généralement reconnu comme un mécanisme important du marché des capitaux; son objet est de soutenir les forces du marché, non de s'y substituer. Il en va de même dans un contexte international, où des directives sur l'imposition de moratoires peuvent tenir lieu de législation sur la faillite.

Deuxièmement, certains avancent que les moratoires encouragent les débiteurs à faire défaut. Les économies

de marché émergentes étant tributaires des capitaux internationaux, il est peu probable qu'elles cherchent délibérément à se soustraire à leurs obligations. En outre, le FMI peut jouer un rôle utile en matière de prévention des défauts de paiement stratégiques, en refusant ses crédits aux pays en situation d'arriérés. Les conditions liées à l'octroi de ces crédits inciteraient également le débiteur à jouer franc jeu pendant la durée du moratoire.

---

*Un moratoire crédible et bien géré doit procurer des avantages aux investisseurs à long terme, en réduisant les coûts d'un échec de la coordination.*

---

D'autres ont fait valoir que l'inclusion des moratoires dans la liste des mesures de résolution prévues par le cadre risque de susciter une ruée vers la sortie de la part des investisseurs au moindre signe de troubles, ce qui déclencherait une crise. Les investisseurs ayant des visées à court terme voudront toujours retirer leurs billes rapidement, quel que soit le cadre institutionnel en place. La situation de ceux qui visent un rendement à moyen terme est par contre fort différente. Un moratoire crédible et bien géré doit procurer des avantages aux investisseurs à long terme, en réduisant les coûts d'un échec de la coordination. Ainsi, ces derniers seraient moins enclins à chercher des portes de sortie. Cette approche pourrait également atténuer, voire éliminer complètement, les répercussions négatives du comportement des investisseurs inconséquents.

D'autres encore estiment que les moratoires, pour être applicables, exigent des contrôles de mouvements de capitaux qu'il est impossible sur le plan administratif, ou extrêmement coûteux, de mettre en place. Or, dans l'immense majorité des cas, de tels contrôles ne sont pas nécessaires à l'imposition d'un moratoire, puisqu'il s'agit simplement de la suspension des paiements décrétée par un emprunteur souverain. Parfois, le moratoire peut devoir être étendu au système bancaire. Dans de rares occasions, lorsque l'exode des capitaux est important et persistant, ces

contrôles peuvent être nécessaires afin d'accorder un répit au débiteur. Il s'agit néanmoins de cas d'exception. En outre, ces contrôles étant temporaires, leur coût n'est pas prohibitif.

L'effet de contagion présumé des moratoires constitue une autre source de préoccupation. Dans un monde où les mouvements de capitaux transnationaux sont aussi importants, les débordements sont inévitables. Les moratoires constitueraient-ils un facteur d'aggravation? En tant qu'éléments d'un cadre cohérent de résolution des crises, des moratoires ordonnés doivent permettre d'atténuer l'incertitude entourant les processus de règlement et de préserver la valeur des actifs en jeu. Ainsi, par opposition à des moratoires chaotiques, ils peuvent sûrement contribuer à réduire les risques de contagion.

Un argument apparemment puissant contre les moratoires est l'hypothèse voulant qu'ils gonflent le coût des emprunts et endiguent le flux des capitaux vers les pays à marché émergent, du fait, par exemple, que les marchés financiers considèrent comme plus probable une défaillance de l'emprunteur souverain. Vu le coût élevé des emprunts que contractent ces pays, cet argument semble très valable de prime abord. Il importe toutefois de considérer le problème dans son ensemble.

Premièrement, une diminution du volume des mouvements de capitaux ne se traduit pas nécessairement pas une diminution du niveau de vie pour le pays visé. Avant la crise asiatique, les capitaux qui entraient dans les pays émergents dépassaient ce que ces derniers pouvaient absorber à court terme. L'effondrement qui suivit cette effervescence causa un tort considérable aux pays touchés, qui auraient davantage bénéficié d'un flux moindre, mais plus stable, de capitaux.

Deuxièmement, si le volume global des mouvements de capitaux est moindre lorsque des moratoires sont possibles, la structure du crédit, en revanche, est susceptible de s'améliorer — davantage de prêts à long terme plutôt qu'à court terme. En réduisant les risques d'un renversement des flux, cette amélioration de la composition du capital rendrait les pays moins vulnérables à des crises futures.

Troisièmement, il existe de bonnes raisons de croire que l'instauration d'un cadre pour l'imposition ordonnée de moratoires ne ferait pas augmenter le coût du capital pour les marchés émergents. Les marchés évaluent le risque-pays en fonction de trois

critères : la probabilité d'une défaillance de l'État débiteur, les montants susceptibles d'être recouverts en cas de défaut de paiement et la compensation du risque (prime de risque). On pourrait présumer que le fait de faire jouer un rôle accru aux moratoires sur les remboursements risquerait d'augmenter la probabilité des cas de défaut (bien que, à l'inverse, il soit possible aussi que les anticipations d'un moratoire réduisent plutôt l'incidence des défauts de paiement). Toutefois, un cadre prévisible de résolution des crises aura pour effet d'accroître les montants recouvrables en cas de défaillance de l'emprunteur et de réduire l'incertitude entourant le plan de règlement. En ce sens, la mise en place d'un cadre clair de résolution des crises pourrait bel et bien abaisser le coût du crédit pour les emprunteurs souverains.

## Octroi exceptionnel de crédits

Bien que le cadre repose sur le principe d'une aide officielle limitée, des événements exceptionnels se produisent parfois. Aucune règle ni aucune limite ne sont absolues. Il est donc nécessaire d'autoriser une certaine souplesse pour faire face aux situations réellement exceptionnelles, sans pour autant sacrifier l'effet incitatif et la crédibilité que procure la limitation des crédits officiels.

Le FMI a depuis longtemps la possibilité d'octroyer des prêts au-delà des limites normales en invoquant une clause de circonstances exceptionnelles; aujourd'hui, il peut en outre recourir à la facilité de réserve supplémentaire (FRS), un mécanisme à court terme introduit en 1997 dans la foulée de la crise asiatique. Toutefois, les mesures de protection applicables aux procédures pertinentes sont restreintes, et la définition de « circonstances exceptionnelles » reste vague. Ces mesures doivent donc être renforcées.

Les mesures de protection qui encadreraient l'octroi exceptionnel de crédits pourraient s'inspirer notamment de la *Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) Improvement Act* adoptée aux États-Unis en 1991. Cette loi autorise la FDIC à exempter une banque des clauses relatives au « règlement au moindre coût » si elle juge que la sécurité financière des États-Unis est menacée et que son aide serait propre à atténuer les répercussions négatives. Cette décision est prise par le secrétaire au Trésor, sur la recommandation des deux tiers des membres de la FDIC et du Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale, après consultation du Président. Le General Accounting Office est tenu d'examiner après-coup les motifs de cette décision

pour s'assurer que les organes de contrôle veillent au respect de l'esprit de la loi (Bentson et Kaufman, 1998).

Des pratiques de saine gestion semblables pourraient régir l'octroi de crédits par le FMI dans le contexte des crises financières internationales. Premièrement, il y a lieu de définir plus clairement les circonstances qui justifieraient un dépassement des limites de crédit habituelles. Il pourrait s'agir, par exemple, des situations où la stabilité du système monétaire international est mise en péril. C'est d'ailleurs ce genre d'argument que le FMI invoque lorsqu'il sollicite des fonds supplémentaires auprès des pays participant aux Nouveaux accords d'emprunt (NAE).

---

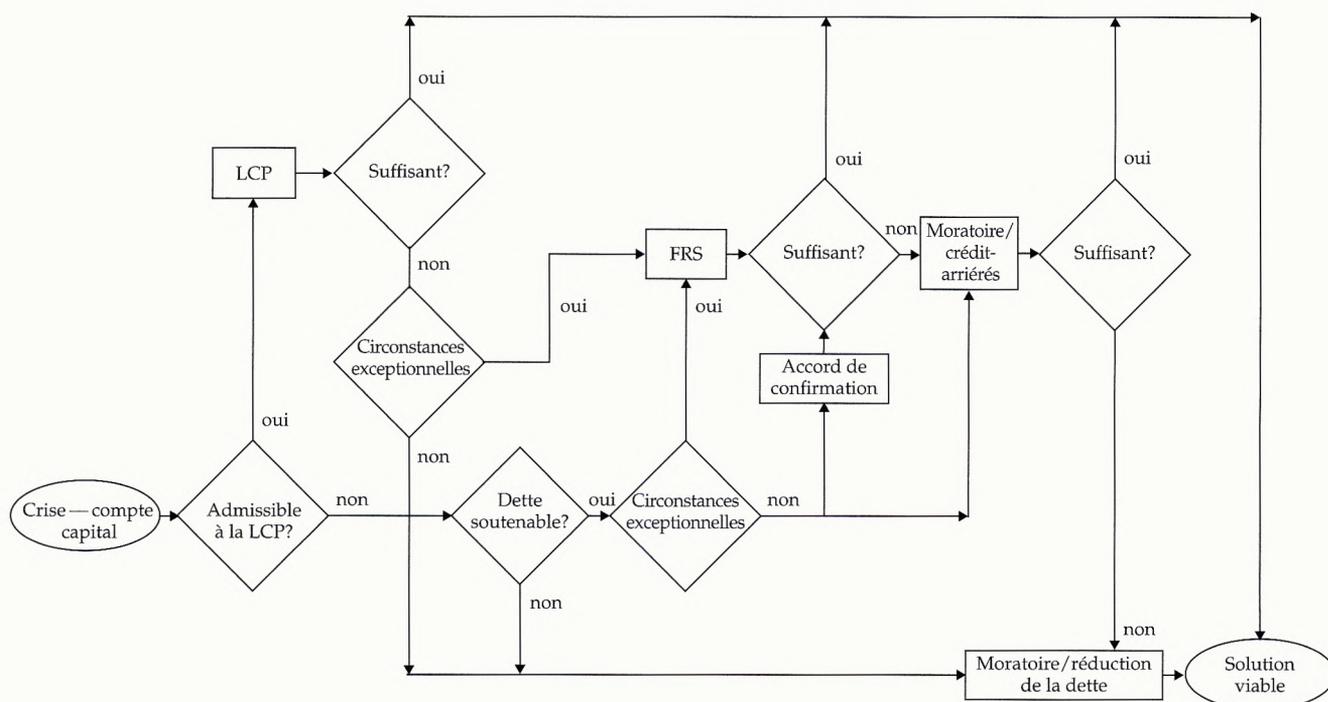
*Les mesures de protection qui encadreraient l'octroi exceptionnel de crédits pourraient s'inspirer notamment de la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) Improvement Act adoptée aux États-Unis en 1991.*

---

Deuxièmement, le mécanisme menant à la prise d'une telle décision doit être mieux défini. Le personnel du FMI pourrait préparer un rapport spécial démontrant que des circonstances exceptionnelles existent. En outre, les conclusions de ce rapport devraient être validées par un vote fortement majoritaire du Conseil d'administration de l'institution. Dans le cas où des crédits exceptionnels seraient octroyés, le rapport en question devrait être rendu public sous la forme d'une lettre ouverte du directeur général du Fonds.

Troisièmement, il faudrait veiller à ce que les crédits officiels ne servent pas à financer un exode continu de capitaux. Afin d'endiguer pareille sortie de fonds, un niveau plancher pourrait être fixé à l'égard des réserves. En cas de non-respect de ce niveau, l'octroi de crédits additionnels serait suspendu.

Enfin, ceux qui prendraient la décision de consentir une aide exceptionnelle seraient responsables de leurs actions *ex post* et soumis à une évaluation indépendante. Le nouveau Bureau d'évaluation indépendant du FMI pourrait s'acquitter de cette fonction.



## Le cadre régissant l'intervention du FMI

Le Graphique 1 donne un aperçu du cadre de résolution des crises. Il illustre, sous forme d'arbre décisionnel, la chronologie d'une crise dans l'optique des options qui s'offrent au débiteur en vue de la mise en œuvre d'une solution viable.

Prenons un exemple simplifié. Le premier point à considérer est le niveau d'endettement de l'État débiteur. Si ce niveau est insoutenable, l'octroi de crédits officiels risque alors d'aggraver la situation financière de cet État (ce dernier a intérêt à alléger sa dette, non à l'alourdir). En outre, comme les bailleurs de fonds officiels ont normalement préséance, l'aide additionnelle qu'ils consentent réduit la valeur des créances privées existantes.

Dans l'évaluation de la dette qu'un pays peut soutenir à moyen terme, une trop grande importance a été

accordée, par le passé, au ratio de la dette au PIB ou au ratio du service de la dette aux exportations. L'endettement était soutenable, jugeait-on, si ces ratios diminuaient au fil du temps. Les analyses de ce genre ne disent rien du niveau soutenable de ces ratios (Cohen, 2000). Les analyses du caractère soutenable d'une dette doivent s'attacher aussi à l'évaluation des seuils pertinents.

Si le fardeau de la dette est insoutenable, les créanciers devront réduire la valeur actuelle nette de leurs engagements. Le cas échéant, il est important de pouvoir recourir à un moyen efficace d'organisation des négociations entre les créanciers et le débiteur durant le processus de règlement. Il convient, également, que les pertes soient réparties équitablement entre les créanciers. Des directives en matière de moratoires constituent un moyen de faire en sorte que le processus de règlement soit efficace, équitable et rapide. Si le niveau d'endettement est soutenable, on

présumerait que les limites de crédit normales du FMI s'appliquent. Certains pays peuvent être admissibles à la ligne de crédit préventive (LCP) du FMI, s'ils ont satisfait aux conditions requises *ex ante*. D'autres pourraient se prévaloir d'un accord de confirmation, auquel cas ils devraient se conformer aux conditions requises *ex post*. Dans la plupart des cas, une aide officielle de ce type accorderait au pays visé un délai suffisant pour surmonter la crise.

Dans les situations plus graves, toutefois, l'octroi de crédits officiels pourrait, à lui seul, s'avérer insuffisant. L'État débiteur pourrait devoir solliciter de nouveaux capitaux auprès des créanciers, ou encore négocier un rééchelonnement de sa dette. Dans ce dernier cas, les créanciers ne subiraient pas de pertes au titre de la valeur actuelle nette de leurs actifs, vu le niveau soutenable de l'endettement du pays débiteur. Ces conditions rendraient possible l'injection de fonds additionnels nets par le biais de mécanismes volontaires fondés sur le marché, tels que les reconductions d'emprunts, les swaps et les échanges.

Toutefois, si un accord volontaire ne peut être conclu, ou si l'exode de capitaux est persistant, le pays peut recourir à un moratoire afin de freiner l'épuisement des réserves de liquidités. Le FMI peut soutenir cette mesure en octroyant des crédits au pays en situation d'arriérés, si ce dernier se conforme aux directives de l'institution en matière de moratoires. Le financement officiel disponible par l'entremise de ce mécanisme ne pourrait dépasser le montant n'ayant pas encore été utilisé dans le cadre de l'accord de confirmation, ce qui fixe une limite globale à l'égard des ressources accessibles auprès du FMI.

La présomption liée au respect des limites normales de crédit s'applique aussi bien à l'accord de confirmation qu'à la ligne de crédit préventive. Des crédits additionnels seraient disponibles, mais seulement dans des circonstances exceptionnelles devant être justifiées. Les fonds additionnels consentis en vertu de la facilité de réserve supplémentaire seraient assortis d'une échéance plus courte et d'un coût plus élevé que les crédits obtenus par un accord de confirmation.

## Conclusions

Il existe à la fois un désir et un besoin de clarifier le cadre de résolution des crises. Aussi est-il essentiel d'avoir une idée juste des responsabilités respectives des secteurs privé et officiel. La prévisibilité des actions des instances officielles exercera une influence déterminante sur les anticipations du secteur privé. À cet égard, la limitation des crédits octroyés par le FMI constitue un pas dans la bonne direction. Non seulement fait-elle de la participation du secteur privé une composante fondamentale de la résolution des crises, mais elle encourage débiteurs et créanciers à collaborer à la recherche de solutions.

---

*La prévisibilité des actions des instances officielles exercera une influence déterminante sur les anticipations du secteur privé.*

---

Devant la double nécessité de régler les crises et de susciter la participation du secteur privé, les bailleurs de fonds officiels doivent déterminer quels montants seront disponibles et à quelles conditions. Les pays débiteurs, pour leur part, doivent décider de la solution qui leur convient. Les moratoires constituent une option parmi d'autres, et les institutions officielles doivent être disposées à les appuyer dans la mesure où leur imposition est ordonnée. Dans des circonstances exceptionnelles, le dépassement des limites normales de crédit peut s'avérer nécessaire. Cependant, l'octroi de ce genre de crédits serait assujéti à des conditions strictes. En adoptant un cadre qui formaliserait ces conditions — limites, clarté et caractère méthodique de la démarche —, il serait possible de réduire l'incidence et le coût des crises.

## Bibliographie

- Bentson, G. et G. Kaufman (1998). « Deposit Insurance Reform in the FDIC Improvement Act: The Experience to Date », *Economic Perspectives*, vol. 22 (2), Banque fédérale de réserve de Chicago, p. 2-20.
- Cohen, D. (2000). « The HIPC Initiative: True and False Promises », document technique n° 166, Centre de développement de l'OCDE (septembre).
- Council on Foreign Relations, Inc. (1999). *Safeguarding Prosperity in a Global Financial System: The Future International Financial Architecture*. Rapport d'un groupe de travail indépendant, Washington, Institute for International Economics (octobre). Document accessible à l'adresse < <http://www.cfr.org/public/pubs/IFATaskForce.html> >.
- Diamond, D. et P. Dybvig (1983). « Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity », *The Journal of Political Economy*, vol. 91, p. 401-419.
- Eichengreen, B. et R. Portes (1995). *Crisis? What Crisis? Orderly Workouts for Sovereign Debtors*, Londres, Centre for Economic Policy Research.
- Fischer, S. (2000). « On the Need for an International Lender of Last Resort ». *Essays in International Economics* n° 220, Princeton, New Jersey, Université de Princeton, département d'économie.
- Fonds monétaire international (2000). *International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues*.
- International Financial Institutions Advisory Commission (2000). *Report of the International Financial Institutions Advisory Commission*, Washington, D.C. Document accessible à l'adresse < <http://www.house.gov/jec/imf/ifiac.htm> >.
- Kydland, F. et E. Prescott (1977). « Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans », *The Journal of Political Economy*, vol. 85, p. 473-492.
- Miller, M. et L. Zhang (1999). *Sovereign Liquidity Crises: The Strategic Case for a Payments Standstill*, document de travail n° 35/99, Centre for the Study of Globalisation and Regionalisation.
- Ministres des Finances du G-7 (1999). *Rapport des ministres des Finances du G-7 au Sommet économique de Cologne*, Cologne, Allemagne, du 18 au 20 juin 1999. Document accessible à l'adresse < [http://www.g7.utoronto.ca/g7/francais/finances\\_f/finance\\_0799\\_f.html](http://www.g7.utoronto.ca/g7/francais/finances_f/finance_0799_f.html) >.
- Rogoff, K. (1999). « International Institutions for Reducing Global Financial Instability », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 13, p. 21-42.
- Schwarcz, S. (2000). « Sovereign Debt Restructuring: A Bankruptcy Reorganization Approach », *Cornell Law Review*, vol. 85, p. 956-1034.
- Schwartz, A. (1998). « Time to Terminate the ESF and the IMF », *Cato Institute Foreign Policy Briefing* n° 48.

# Le marché canadien des titres à revenu fixe : évolution récente et perspectives

Éric Chouinard et Zahir Lalani, département des Marchés financiers

- *La physionomie du marché canadien des titres à revenu fixe est en train de se modifier. Les émissions du secteur privé constituent une part croissante du marché, et cette tendance devrait se poursuivre dans les années à venir.*
- *Le recul des besoins de financement du gouvernement fédéral soulève certaines questions importantes quant à l'avenir du marché des titres à revenu fixe, car on ne sait trop quels titres pourraient prendre le relais de ceux du gouvernement canadien pour jouer le rôle clé d'instruments de référence et de couverture.*
- *Le marché s'oriente par ailleurs vers l'utilisation de plateformes de négociation électronique, susceptibles de faciliter le processus de détermination des prix, d'accroître la rentabilité et d'améliorer la liquidité et la transparence du marché.*

À l'instar d'autres marchés nationaux de capitaux, le marché canadien des titres à revenu fixe traverse actuellement une période de transformation d'ordre structurel. La diminution des besoins de financement du gouvernement fédéral amène à s'interroger sur l'incidence d'une réduction des émissions de titres négociables de ce dernier. Parallèlement, les sociétés tirent parti d'un accès plus facile et moins coûteux aux marchés financiers ainsi que de la hausse de la demande de leurs obligations par les investisseurs pour augmenter leurs émissions de titres négociables.

Non seulement les titres du gouvernement canadien constituent une proportion importante des instruments à revenu fixe en circulation, mais ils jouent un rôle fondamental sur les marchés financiers. Ils servent notamment de référence pour l'évaluation d'autres titres négociables ainsi que pour l'établissement du coût des emprunts contractés par les ménages et les entreprises auprès des institutions financières. Ils font ainsi partie intégrante du mécanisme par lequel la politique monétaire agit sur l'activité économique. Les acteurs du marché utilisent également les titres du gouvernement canadien comme instrument de couverture pour mieux gérer leur exposition au risque. Enfin, la qualité et la liquidité de ces titres en font un outil de placement très prisé de nombreux investisseurs tels que les caisses de retraite et les compagnies d'assurance.

Le marché des titres de sociétés étant encore assez peu développé et peu liquide comparativement à celui des titres du gouvernement canadien, il existe à l'heure actuelle peu d'instruments susceptibles de prendre le

relais de ces derniers en tant qu'outils de couverture et de référence. Les répercussions d'une baisse de l'offre de titres d'État négociables transcendent par conséquent le marché de ces titres, ce qui suscite des préoccupations d'ordre plus général au sujet de l'efficience des marchés de capitaux canadiens. Les organismes de réglementation et d'autres institutions, dont la Banque du Canada, s'emploient à répondre à ces préoccupations par la mise en œuvre de diverses mesures destinées à préserver et à améliorer la liquidité du marché.

Une autre tendance se dessine actuellement sur le marché des titres à revenu fixe : le développement rapide d'innovations technologiques comme les plateformes de négociation électronique. Si ces systèmes viennent à être largement acceptés par les opérateurs, ils pourraient avoir une influence sensible sur la liquidité et la transparence du marché ainsi que sur son efficience.

Le présent article décrit d'abord dans ses grandes lignes le marché des titres à revenu fixe et son cadre réglementaire. Il traite ensuite des deux principales tendances à l'œuvre sur ce marché, à savoir le changement de sa composition et l'avènement de la négociation électronique.

## Contexte général

Le marché canadien des titres à revenu fixe est un marché décentralisé hors bourse qui est dirigé par les prix. Un petit groupe de maisons de courtage assurent la tenue de marché, en affichant les prix auxquels elles sont prêtes à acheter ou à vendre et en maintenant un stock de titres à cet effet. Le marché des titres à revenu fixe est essentiellement un marché de gros où la plupart des opérations émanent des investisseurs institutionnels. Un investisseur<sup>1</sup> désirant effectuer une transaction communique généralement avec les courtiers actifs sur le marché et s'entend avec celui dont le prix est le plus avantageux. Il peut également accéder au marché primaire des titres du gouvernement canadien en soumettant des offres par l'intermédiaire d'un courtier en valeurs mobilières autorisé à participer aux adjudications. Enfin, il peut faire appel à un courtier pour acquérir les titres des

1. Étant donné la taille généralement importante des opérations sur obligations ou instruments du marché monétaire, les investisseurs institutionnels tels que les caisses de retraite, les fonds communs de placement et les compagnies d'assurance dominent l'activité; c'est surtout par l'entremise de ces institutions que les particuliers participent aux marchés de titres à revenu fixe.

émissions lancées par les provinces, les municipalités ou les sociétés du secteur privé, qui en confient habituellement la distribution à des syndicats de courtiers au lieu de procéder par voie d'adjudication.

En plus de leurs opérations avec les investisseurs, les courtiers concluent des transactions entre eux, principalement pour contrebalancer ou couvrir une part du risque inhérent à leurs opérations avec les clients. Ils peuvent négocier directement les uns avec les autres ou passer par l'une des quatre firmes habilitées à faire office d'intermédiaires entre eux. Ils préfèrent le plus souvent recourir à ce système, qui leur permet de négocier avec leurs concurrents tout en gardant l'anonymat.

Les opérations sont généralement de montant plus élevé mais de moindre fréquence sur le marché des titres à revenu fixe que sur celui des actions, qui est dirigé par les ordres. Grâce au caractère plus confidentiel de la structure hors bourse, les grosses transactions effectuées ont une influence moindre sur les cours que si l'information était accessible en temps réel aux autres opérateurs du marché.

## La réglementation du marché

Le marché canadien des titres à revenu fixe s'est développé sans l'intervention d'une autorité de contrôle nationale jouissant de vastes pouvoirs de réglementation et de surveillance. Il est plutôt supervisé par un certain nombre d'organismes, notamment les commissions des valeurs mobilières des provinces, qui composent les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM), et l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM). La Banque du Canada et le ministère des Finances prennent également part à la surveillance de ce marché dans la mesure où ils sont responsables de l'émission des titres du gouvernement canadien et appuient le bon fonctionnement du marché secondaire de ces titres.

### *Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières*

Ce groupe réunit les diverses commissions provinciales qui réglementent le secteur des valeurs mobilières. Bien qu'il ne dispose d'aucun pouvoir réglementaire, il constitue un lieu d'échange et de discussion propice à l'harmonisation des réglementations à l'échelle du Canada. Son objectif est de promouvoir l'équité et l'efficience des marchés, de

préservent la confiance du public et des investisseurs en l'intégrité de ces marchés et de protéger les investisseurs contre les pratiques inéquitables et frauduleuses.

Certains projets à l'étude visent à accroître la transparence des marchés de titres à revenu fixe en assujettissant certains types d'opérations à des normes de transparence en temps réel. Les ACVM espèrent ainsi améliorer l'intégrité du marché, stimuler son essor et augmenter sa liquidité. Un débat s'est engagé entre les opérateurs et les observateurs du marché concernant le niveau de transparence qui serait optimal pour la croissance, l'efficacité et la liquidité du marché. Il importe en effet de trouver un juste compromis entre les avantages d'une transparence accrue et les effets potentiellement négatifs sur la liquidité d'une diffusion obligatoire de l'information relative aux opérations, étant donné les particularités du marché canadien des titres à revenu fixe (montant relativement élevé et faible fréquence des transactions et haut degré de concentration du marché entre les participants).

### *L'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières*

L'ACCOVAM est un organisme d'autorégulation qui régit les activités des courtiers en valeurs mobilières en ce qui concerne tant le montant des fonds propres que ces derniers doivent maintenir que la façon dont ils mènent leurs affaires. D'après son énoncé de mission, son rôle consiste à « favoriser l'équité, la compétitivité et l'efficacité des marchés de capitaux en encourageant la participation au processus d'épargne et de placement et en assurant l'intégrité du marché ». Elle s'en acquitte en surveillant la conduite de ses membres afin de veiller à ce qu'ils respectent les exigences établies à l'égard notamment de la compétence du personnel, des fonds propres et du traitement des comptes des clients.

En 1998, l'ACCOVAM a adopté le *Principe directeur n° 5 — Code de conduite à l'intention des sociétés membres de l'ACCOVAM négociant sur le marché canadien des titres d'emprunt*. Ces directives s'appliquent aux sociétés membres ainsi qu'aux clients et aux contreparties avec lesquels elles traitent. Le *Principe directeur n° 5* vise particulièrement à promouvoir et à maintenir l'intégrité du marché canadien des titres d'emprunt de même qu'à encourager la liquidité, l'efficacité et une négociation active sur ce marché. Les sanctions possibles contre les sociétés qui contreviennent au *Principe directeur n° 5* et leurs employés consistent,

entre autres, en des amendes pouvant atteindre 1 million de dollars par infraction; si la violation touche des titres du gouvernement canadien, elles peuvent aller jusqu'à la suspension ou au retrait du statut de soumissionnaire admissible aux adjudications de ces titres.

L'ACCOVAM envisage de formaliser et de renforcer son rôle sur le marché des titres à revenu fixe en devenant l'organisme de réglementation attribué du marché. Dans ce cas, elle surveillerait l'ensemble du marché des titres d'emprunt et non pas seulement les activités de ses membres. L'ACCOVAM a entamé des consultations avec les ACVM en vue de clarifier son rôle et ses responsabilités éventuelles et de définir l'infrastructure nécessaire à la réalisation de cette nouvelle mission plus étendue.

### *La Banque du Canada et le ministère des Finances*

En qualité d'agent financier du gouvernement fédéral, la Banque, au nom du ministère des Finances, est chargée d'administrer et d'établir les modalités d'adjudication des titres du gouvernement canadien. Ces modalités visent à protéger l'intégrité du marché primaire des emprunts d'État en prévenant la manipulation du processus d'adjudication et en préservant la confiance du public à l'égard de ce processus. Certaines mesures ont été prises en 1998 pour empêcher les participants d'acquérir une quantité excessive de titres de la même émission et d'en prendre ainsi le contrôle (Harvey, 1999). Il convient de mentionner par exemple l'établissement de limites de soumission maximales et la présentation distincte des offres soumises par les courtiers pour leur propre compte et pour celui de leurs clients. Les courtiers et les investisseurs désireux de participer à une adjudication sont également tenus de déclarer l'importance de leur portefeuille de titres appartenant à l'émission mise en adjudication. Si les avoirs d'un courtier dépassent un certain seuil, sa limite de soumission est abaissée.

La Banque du Canada travaille également de concert avec le ministère des Finances, l'ACCOVAM et les commissions provinciales des valeurs mobilières en vue de maintenir l'intégrité du marché secondaire des titres du gouvernement canadien, de promouvoir des conditions de marché favorables aux activités d'achat, de vente et de prêt de titres et d'assurer l'efficacité et la liquidité du marché. Elle a notamment participé aux consultations qui ont mené à l'élaboration du *Principe directeur n° 5* et surveille continuellement le

marché, à l'affût de toute violation de ce principe. Cette activité contribue à protéger les investisseurs et à assurer au gouvernement une source fiable de financement à faible coût.

## Aperçu de la structure du marché

Les marchés financiers canadiens se sont considérablement développés au cours de la dernière décennie. L'encours total des titres négociables, c'est-à-dire l'ensemble des obligations, instruments du marché monétaire et actions, s'est accru d'environ 115 % pour atteindre 2 400 milliards de dollars en 2000 (calcul fondé sur le prix d'achat des titres)<sup>2</sup>. Bien que les actions constituent une proportion croissante de ce volume et qu'elles aient devancé les obligations en 1999, les titres à revenu fixe demeurent un segment important. Ensemble, les obligations et les instruments du marché monétaire représentaient près de 55 % de l'encours total des instruments financiers libellés en dollars canadiens en 2000. La Graphique 1 illustre cette évolution de la composition des marchés financiers.

---

*Ces dernières années, la physionomie du marché des titres à revenu fixe a sensiblement changé sous la double influence de la diminution des besoins de financement du gouvernement fédéral et de la hausse soutenue des émissions du secteur privé.*

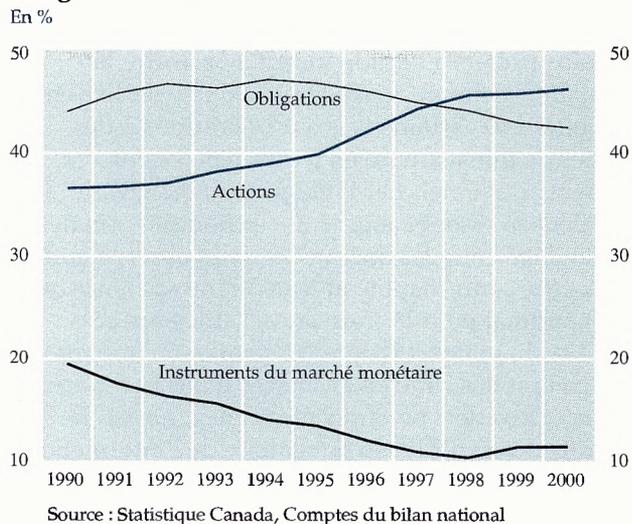
---

Ces dernières années, la physionomie du marché des titres à revenu fixe a sensiblement changé sous la double influence de la diminution des besoins de financement du gouvernement fédéral et de la hausse soutenue des émissions du secteur privé. Ces deux tendances feront l'objet ci-après d'un examen plus détaillé, mais soulignons d'entrée de jeu que les sociétés sont à l'origine d'une part de plus en plus importante des émissions de titres négociables. La Figure 2, qui présente le ratio des émissions intérieures nettes d'obligations du gouvernement fédéral à celles du secteur privé, illustre bien la profondeur des changements que connaît le marché

2. Source : Statistique Canada, Comptes du bilan national

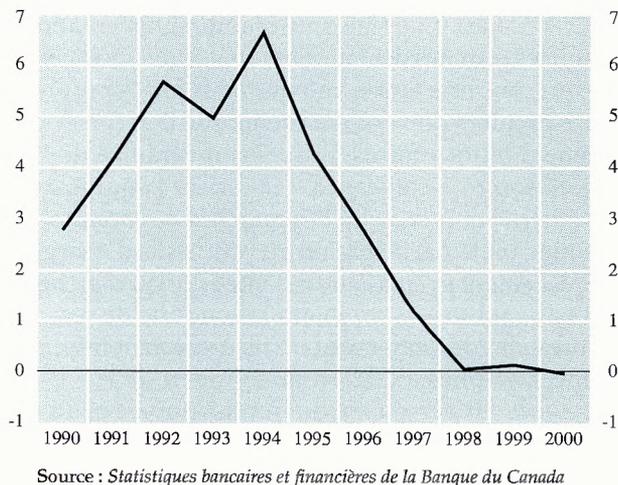
Graphique 1

### Part des marchés financiers que représente chaque catégorie de titres



Graphique 2

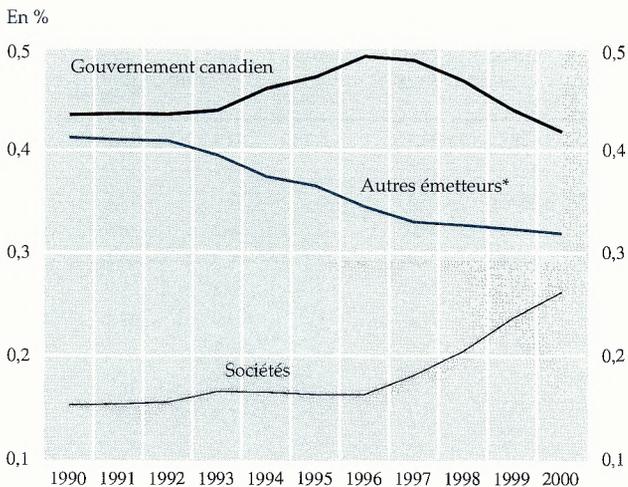
### Ratio des émissions nettes d'obligations en dollars canadiens : gouvernement canadien/secteur privé



obligataire. Bien que ce ratio ait toujours été passablement variable, sa baisse impressionnante durant la deuxième moitié des années 1990 signale une nouvelle tendance. Comme en témoigne la Graphique 3, l'une des conséquences de cette substitution des obligations de sociétés aux obligations négociables du gouvernement est que ces dernières ne représentent plus qu'environ 38 % de l'encours total des obligations, après avoir atteint un sommet de quelque 46 % au milieu des années 1990.

Graphique 3

### Part du marché des obligations libellées en dollars canadiens que représente chaque catégorie d'émetteurs



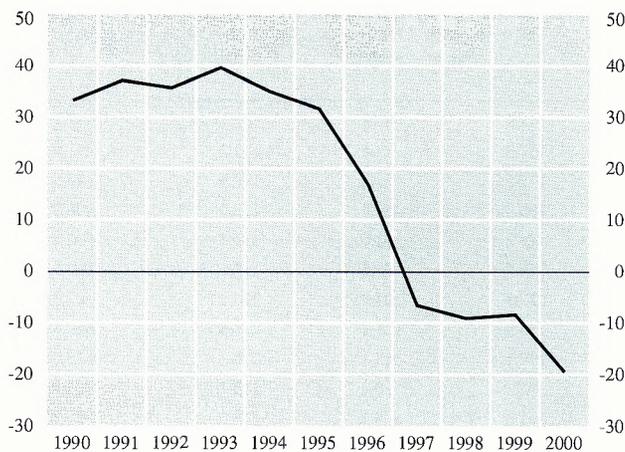
Source : *Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada*

\* Les autres émetteurs sont notamment les provinces et les municipalités ainsi que les autres organismes publics.

Graphique 4

### Emprunts nets du gouvernement canadien

En milliards de \$



Source : Statistique Canada

## Les tendances émergentes

### Les modifications de la composition du marché des titres à revenu fixe

#### Le marché des titres du gouvernement canadien

Le gouvernement fédéral a éliminé son déficit de fonctionnement au milieu des années 1990 et a réalisé un excédent durant l'exercice 1996-1997. Depuis, grâce à l'excellente tenue de l'économie canadienne et à la discipline budgétaire qu'il s'est imposée, ses besoins de financement ont virtuellement disparu<sup>3</sup> (Graphique 4).

Depuis le début des années 1990, le gouvernement canadien a également pris des mesures pour réduire la sensibilité de sa dette aux fluctuations des taux d'intérêt en augmentant la proportion des titres à long terme et à taux fixe dans la dette publique. Les obligations du gouvernement canadien représentent à présent environ les deux tiers de la dette, alors qu'elles en constituaient à peu près la moitié en 1992-1993. C'est pourquoi le marché obligataire ne s'est pas ressenti autant de la baisse des besoins de financement du gouvernement que le marché monétaire. Ainsi

3. Dans son dernier budget, le gouvernement fédéral prévoit des besoins de financement minimaux de 1,9 et 1 milliard de dollars pour les exercices 2001-2002 et 2002-2003 respectivement.

que l'indiquent les Tableaux 1 et 2, l'encours des obligations du gouvernement canadien a continué de progresser, alors que celui des bons du Trésor a plafonné entre 1992 et 1995. Bien que ce dernier diminue depuis 1996-1997, exercice où le gouvernement a commencé à accumuler des excédents budgétaires, l'encours des obligations d'État se maintient à son sommet d'environ 300 milliards de dollars. La composition du marché obligataire canadien dans son ensemble a néanmoins légèrement changé depuis 1997 du fait que la croissance du volume des obligations de sociétés a entraîné un léger recul de la part représentée par les obligations du gouvernement canadien. Par contre, durant la même période, l'encours des bons du Trésor a régressé d'environ 20 % (Tableau 2). Les bons du Trésor ne constituaient plus que 32 % des titres du marché monétaire en 2000, contre 64 % en 1995, avant la chute de leur volume d'émission. Les Tableaux 1 et 2 font clairement ressortir que l'encours des titres émis par des entités privées s'est fortement accru ces dernières années; cette tendance sera étudiée de façon plus approfondie dans la section suivante. Le marché des contrats à terme de taux d'intérêt a également pris de l'expansion, comme le montre, au Tableau 3, la hausse sensible du nombre de positions ouvertes sur ces contrats.

Selon certaines sources, la réduction du volume des émissions de titres du gouvernement canadien a contribué à une baisse de la liquidité du marché, et de plus en plus d'investisseurs ont pris l'habitude de

Tableau 1

## Encours des obligations libellées en dollars canadiens

En milliards de \$

	Obligations du gouvernement canadien	Obligations de sociétés*	Autres obligations canadiennes**	Total
1990	138,3	62,0	167,4	367,7
1991	157,3	69,4	185,2	411,9
1992	172,1	75,2	197,6	444,9
1993	198,3	88,2	210,0	496,5
1994	226,2	94,0	212,3	532,5
1995	249,8	98,3	219,8	567,9
1996	277,8	104,3	220,2	602,3
1997	298,9	124,2	225,3	666,6
1998	299,4	145,4	230,2	675,0
1999	301,9	179,4	243,1	724,4
2000	301,0	207,3	253,0	761,3
2001***	296,6	228,5	253,4	778,5

Source : Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada, Tableaux G6 et K8

\* Comprend notamment les obligations et titres adossés à des créances émis par les sociétés.

\*\* Comprend notamment les émissions des provinces et des municipalités ainsi que celles des autres organismes publics.

\*\*\* Les chiffres de l'année 2001 s'arrêtent au 31 août.

Tableau 2

## Encours des titres du marché monétaire libellés en dollars canadiens

En milliards de \$

	Bons du Trésor canadien	Papier commercial*	Effets adossés à des créances	Acceptations bancaires	Autres titres à court terme**	Total
1990	135,4	29,3		44,1	14,2	223,0
1991	147,6	28,8		36,2	14,0	226,6
1992	159,5	26,3		22,0	17,7	225,5
1993	165,9	28,0	3,7	26,2	16,6	240,4
1994	159,6	31,9	3,7	26,6	18,1	239,9
1995	160,1	35,6	4,8	30,7	17,9	249,1
1996	135,2	31,2	8,7	34,0	17,4	226,5
1997	108,8	35,9	22,4	40,2	17,1	224,4
1998	87,1	40,1	41,4	45,9	17,4	231,9
1999	93,5	51,5	52,9	47,1	18,0	263,0
2000	78,7	55,8	60,3	51,5	20,2	266,5
2001***	84,3	50,0	59,8	48,7	19,0	261,8

Source : Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada, Tableaux G6 et F2

\* Comprend notamment le papier émis par les sociétés de financement et par d'autres sociétés financières et non financières.

\*\* Comprend notamment les bons du Trésor des provinces et des municipalités ainsi que le papier commercial émis par les sociétés étrangères.

\*\*\* Les chiffres de l'année 2001 s'arrêtent au 31 août.

Tableau 3

## Nombre moyen des positions ouvertes sur les contrats à terme de taux d'intérêt

En milliers de contrats

	Contrats à terme sur les acceptations bancaires à 3 mois (BAX)	Contrats à terme sur les obligations du Canada à 10 ans (CGB)
1993	35,5	11,8
1994	74,5	25,9
1995	89,6	21,5
1996	91,6	21,1
1997	145,9	32,2
1998	236,5	45,8
1999	214,4	43,3
2000	213,4	48,8
2001***	198,5	59,2

Source : Bourse de Montréal

\* Les chiffres de l'année 2001 s'arrêtent au 31 août.

Tableau 4

## Taux de rotation hebdomadaire sur le marché monétaire, moyenne annuelle

	Bons du Trésor canadien	Papier commercial*	Acceptations bancaires	Autres titres à court terme**	BAX***
1995	0,549	0,616	0,444	0,187	0,499
1996	0,601	0,582	0,447	0,225	0,505
1997	0,475	0,599	0,434	0,215	0,537
1998	0,364	0,549	0,429	0,265	0,553
1999	0,246	0,501	0,447	0,253	0,541
2000	0,275	0,519	0,477	0,243	0,450
2001****	0,232	0,537	0,552	0,237	0,445

Sources : Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada, Tableaux F11, G6 et F2; Bourse de Montréal

\* Les titres adossés à des créances sont compris dans le papier commercial dans ce tableau.

\*\* Comprend notamment les bons du Trésor émis par les provinces et les municipalités ainsi que le papier commercial émis par les sociétés étrangères.

\*\*\* Le taux de rotation est calculé en divisant le nombre des transactions par celui des positions ouvertes.

\*\*\*\* Les chiffres de l'année 2001 s'arrêtent au 29 juin.

conserver leurs titres jusqu'à l'échéance, ce qui accentue davantage la diminution de l'offre effective de ce type d'instrument (c.-à-d. l'offre de titres émanant d'opérateurs *actifs* sur le marché). Le volume des transactions sur les bons du Trésor a également fléchi depuis que le gouvernement fédéral a réduit ses émissions par rapport au précédent sommet. En fait, il a chuté plus rapidement que le stock de titres même. Le taux de rotation hebdomadaire (soit le volume des transactions de la semaine divisé par l'encours) est ainsi passé de 0,549 en 1995 à 0,232 en 2001 sur le marché des bons du Trésor (voir le Tableau 4). Si le taux de rotation hebdomadaire des obligations du Canada a augmenté de pair avec leur encours en 1996 et 1997, il a sensiblement reculé depuis, malgré le niveau relativement stable de l'encours. Ainsi que l'indique le Tableau 5, le taux de rotation hebdomadaire est passé de 0,317 en 1997 à 0,236 en 2001.

La part du chiffre d'affaires du secteur des valeurs mobilières qui provient de la négociation de produits à revenu fixe affiche également une tendance à la baisse. Un certain nombre de maisons de courtage étrangères ont récemment renoncé à leur fonction de teneur de marché, arguant de la faible rentabilité de ce type d'opérations. En outre, il semble bien que les investisseurs institutionnels optent de plus en plus pour des stratégies de placement passives et moins coûteuses comme l'indexation, par opposition à une gestion active, ce qui a pour effet de déprimer le volume

d'activité. L'intérêt des investisseurs internationaux est aussi tombé ces dernières années du fait que les rendements des titres du gouvernement canadien ont été inférieurs à ceux des valeurs du Trésor américain.

À la suite des pressions à la baisse que la réduction du volume des émissions et les nouvelles pratiques des investisseurs exercent sur l'offre effective de titres du gouvernement canadien, les cours du marché obéissent de plus en plus à des facteurs « techniques » et s'écartent des niveaux dictés par l'évolution fondamentale de l'économie. Par exemple, si les investisseurs s'attendent à ce que les émissions d'obligations du gouvernement canadien diminuent et qu'aucun proche substitut ou instrument de placement similaire n'est à leur portée, ils seront probablement prêts à payer une prime de rareté pour acquérir ces obligations. Selon des observations fragmentaires, cette prime de rareté liée au recul de l'offre effective d'obligations à long terme aurait contribué de façon importante à l'inversion, en 2000, du segment de la courbe de rendement qui se rapporte aux taux à long terme. Elle résultait en partie de l'annonce, par le département du Trésor américain, d'une accélération possible du remboursement de sa dette<sup>4</sup>. L'annonce est survenue après que le gouvernement canadien eut décidé, en avril 1998, de réduire ses émissions d'obligations à long terme et de procéder à l'avenir à des adjudications semestrielles plutôt que trimestrielles. Une diminution importante de l'offre effective d'un titre donné du gouvernement canadien pourrait, dans l'avenir, créer une situation où il y aurait un tel déséquilibre entre l'offre et la demande de ce titre qu'il deviendrait très onéreux d'emprunter ce dernier sur le marché des pensions (dans le jargon du métier, on dit que le titre ou le taux d'intérêt qui s'applique alors au prêt est « spécial »). Tout accroissement de la fréquence ou de la gravité de ces épisodes aurait tendance à dissuader les opérateurs de prendre des positions courtes sur le marché des titres du gouvernement canadien, ce qui empêcherait ces titres de jouer efficacement leur rôle d'instruments de référence et de couverture. À moins que les opérateurs ne se mettent à utiliser d'autres titres que les obligations du Canada comme référence, de telles distorsions pourraient se répercuter directement sur les coûts d'emprunt et, potentiellement, sur d'autres taux administrés — les taux hypothécaires par exemple.

Tableau 5

**Taux de rotation hebdomadaire sur le marché obligataire, moyenne annuelle**

	Obligations du Canada	Obligations de sociétés*	Autres obligations canadiennes**	CGB***
1995	0,244	0,012	0,020	0,190
1996	0,303	0,010	0,022	0,201
1997	0,317	0,012	0,018	0,157
1998	0,270	0,014	0,024	0,160
1999	0,202	0,013	0,027	0,146
2000	0,195	0,014	0,022	0,122
2001****	0,236	0,014	0,024	0,114

Sources : *Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada*, Tableaux F12, G6 et K8; Bourse de Montréal

\* Comprend notamment les obligations et les titres adossés à des créances émis par les sociétés.

\*\* Comprend notamment les obligations émises par les provinces et les municipalités et par les autres organismes publics.

\*\*\* Le taux de rotation est calculé en divisant le nombre des transactions par celui des positions ouvertes.

\*\*\*\* Les chiffres de l'année 2001 s'arrêtent au 29 juin.

---

*Le gouvernement fédéral s'est cependant engagé à préserver l'intégrité du marché des émissions de référence et prend des initiatives pour améliorer la liquidité de ce dernier et atténuer les pressions sur l'offre effective de ces titres.*

---

Le gouvernement fédéral s'est cependant engagé à préserver l'intégrité du marché des émissions de référence et prend des initiatives pour améliorer la liquidité de ce dernier et atténuer les pressions sur l'offre effective de ces titres. Il a notamment augmenté progressivement la taille visée des émissions obligataires de référence à 5, 10 et 30 ans et approuvé de nouvelles règles permettant à l'encours d'obligations remembrées de dépasser le montant de l'émission initiale. Il a également mis en place un programme de rachat des obligations devenues relativement peu liquides. Ce programme, grâce auquel l'État peut relever la taille des émissions de référence plus rapidement, accroît la liquidité du marché en permettant aux opérateurs d'augmenter la proportion des obligations appartenant aux émissions de référence dans leur portefeuille et de se départir d'une partie de leurs obligations moins liquides. Son application sera étendue (à titre d'essai) au premier trimestre de 2002 afin que les courtiers puissent échanger directement leurs obligations peu liquides contre des obligations des émissions de référence. On étudie aussi la possibilité que la Banque prête aux opérateurs du marché une partie de son portefeuille de titres du gouvernement canadien lorsqu'il existe un déséquilibre de la demande. Des consultations sont en cours avec les opérateurs pour définir les caractéristiques d'un tel programme, qui aurait pour avantage de réduire la fréquence des cas où les titres se négocient à des taux « spéciaux » et l'ampleur des écarts observés par rapport au taux général des pensions, et donc de préserver la liquidité et l'efficacité du marché des pensions.

### ***Le marché des titres du secteur privé***

Parallèlement aux transformations que subit le marché des titres du gouvernement canadien, le secteur privé intensifie sa présence par des émissions de plus en

plus nombreuses de titres négociables. Comme on le constate au Tableau 1, l'encours des obligations de sociétés (y compris les titres adossés à des créances) a un peu plus que doublé depuis le milieu des années 1990 pour atteindre 228,5 milliards de dollars en 2001. Les obligations de sociétés constituaient 29 % de l'ensemble du marché obligataire canadien en 2001, contre 17 % en 1995.

Le marché canadien des obligations de sociétés s'est développé moins rapidement que son pendant américain, notamment en raison du nombre limité d'investisseurs, des besoins de financement auparavant élevés du secteur public et de la facilité relative avec laquelle les entreprises peuvent placer des obligations à l'extérieur du Canada, particulièrement aux États-Unis (voir Miville et Bernier, 1999). Ainsi que l'indique le Tableau 6, le marché américain des obligations émises par les entreprises nationales est de loin le plus mûr du monde. Il est également le seul à comporter une importante composante de titres à rendement élevé très liquides<sup>5</sup>. Sa croissance a été favorisée par une structure bien ramifiée et par une vaste clientèle d'investisseurs à l'échelle mondiale. Dans le passé, le marché américain des obligations de sociétés a également bénéficié de la fragmentation du système bancaire américain, qui encourage les entreprises à se financer sur les marchés.

De nombreuses sociétés non américaines, en particulier celles qui sont plus petites et moins bien notées, trouvent dans le marché américain une source de financement plus réceptive et plus fiable. De plus, les entreprises étrangères dont les revenus sont libellés en dollars américains ou qui sont bien implantées aux États-Unis jugent souvent avantageux d'émettre des titres d'emprunt en dollars américains, de façon à protéger leurs flux de trésorerie contre les risques de change. Les sociétés canadiennes ne font pas exception à la règle. C'est le cas par exemple des entreprises d'exploitation de ressources naturelles, qui constituent d'importants émetteurs de titres négociables et sont habituellement payées en dollars É.-U.

Comme il a été mentionné plus haut, le marché canadien des obligations de sociétés de bonne qualité (c.-à-d. notées au moins BBB) a acquis de la maturité, aidé en cela par plusieurs facteurs influant à la fois sur la demande d'obligations du secteur privé et sur le coût de l'émission de titres négociables. Un important

---

5. Le marché des titres à rendement élevé est composé d'obligations émises par des sociétés dont la cote de crédit est inférieure à BBB.

Tableau 6

### Répartition géographique\* des émissions nationales\*\* sur le marché obligataire mondial en 2000

En %

	Obligations d'État	Obligations de sociétés	Ensemble du marché
États-Unis	46,0	57,4	49,1
Zone euro	17,9	16,9	19,8
Japon	22,9	12,4	17,7
Royaume-Uni	2,4	0,9	3,4
Canada	2,2	1,3	1,7
Australie	0,4	1,0	0,6
Autres pays	8,2	10,1	7,7

Source : Merrill Lynch, *Size and Structure of the World Bond Market*

\* Ce tableau a été établi en convertissant les émissions internationales en dollars américains.

\*\* C.-à-d. hors emprunts émis par les entités étrangères

facteur favorable au développement du marché est l'« institutionnalisation » croissante de l'épargne. En effet, les petits investisseurs détiennent une part grandissante de leur épargne dans des fonds communs de placement ou des régimes de retraite, qui sont généralement de gros détenteurs d'obligations de sociétés. Par ailleurs, les investisseurs institutionnels sont devenus plus avisés et plus attentifs à améliorer le profil risque-rendement de leur portefeuille et ils effectuent davantage d'analyses du crédit en vue de repérer les possibilités de placement sur le marché des obligations de sociétés. Certains investisseurs institutionnels ont également assoupli leurs règles de placement et leurs contraintes fiduciaires pour pouvoir accroître leur participation à ce marché.

À certains égards, l'essor du marché des obligations de sociétés a aussi bénéficié de l'utilisation accrue de stratégies de placement passives, basées sur l'indexation, par les investisseurs institutionnels<sup>6</sup>. À mesure que ce marché se développe et que son poids dans les indices s'alourdit, les investisseurs institutionnels sont amenés à augmenter leur portefeuille d'obligations pour s'aligner sur l'indice qu'ils suivent.

Le niveau récent des taux d'intérêt, perçu comme faible en termes réels, incite à emprunter à long terme et a permis aux sociétés de tirer parti de la demande

6. Un investisseur qui suit une stratégie de placement passive cherche à reproduire le rendement d'un indice de référence, généralement tiré du marché, alors qu'un investisseur adoptant une approche active s'efforce plutôt de repérer les occasions de placement susceptibles de maximiser le rendement (corrige en fonction du risque) de son portefeuille.

accrue d'obligations du secteur privé. Les organismes de réglementation provinciaux ont également pris des mesures pour faciliter l'inscription de nouvelles émissions. Les entreprises ne sont désormais plus tenues de déposer un nouveau prospectus chaque fois qu'elles veulent lancer un emprunt, d'où une baisse considérable de leurs coûts d'émission. Elles peuvent simplement annoncer leur intention d'émettre des titres négociables à concurrence d'un certain montant et ne passer à l'acte que plus tard, quand le besoin s'en fait sentir ou que les conditions du marché sont favorables. Elles peuvent de surcroît se servir du même prospectus pour différents types de titres (obligations, actions, actions privilégiées, etc.). Par ailleurs, les initiatives récentes en faveur d'une harmonisation des notations canadiennes avec les normes internationales pourraient rehausser l'attrait du marché canadien.

La croissance du marché canadien des obligations de sociétés a jusqu'ici été limitée aux émissions notées A ou mieux. Bien que les émissions notées BBB aient eu un certain succès récemment, le marché des titres à rendement élevé en est encore à ses balbutiements au Canada. Le Tableau 7 présente des estimations des parts que représentent les différents segments du marché, selon la notation, dans divers indices obligataires. Le choix de titres demeure restreint, le marché étant dominé par les institutions financières ou les émetteurs bien établis. Comme l'illustre le Tableau 5, le marché des obligations de sociétés se distingue aussi par son faible niveau d'activité; le taux de rotation hebdomadaire y est sensiblement inférieur à celui des obligations du gouvernement canadien.

La baisse de l'offre de bons du Trésor du gouvernement canadien a amené les investisseurs du marché monétaire à se tourner vers d'autres instruments à court terme pour satisfaire à leurs besoins. C'est ainsi que les acceptations bancaires, le papier commercial et les titres adossés à des créances ont vu leur encours

Tableau 7

### Part des obligations de sociétés dans les indices obligataires, selon la notation (novembre 2001)

En %

Notation	Scotia Capitaux	RBC DVM	Merrill Lynch
AA ou mieux	23,3	23,5	23,0
A	58,8	55,9	64,1
BBB	17,9	20,6	12,9

Source : Scotia Capitaux, RBC Dominion valeurs mobilières, Merrill Lynch

grimper entre 1995 et 2000 (Tableau 2). Le marché à terme des acceptations bancaires à 90 jours (contrats BAX) a également connu un essor considérable et s'est imposé comme l'un des piliers du marché monétaire canadien. Il permet aux opérateurs de se couvrir contre les variations des taux d'intérêt et de spéculer sur l'orientation de ceux-ci en vue d'améliorer le rendement de leur portefeuille.

---

*D'après des sources informelles, les investisseurs désireux d'acquérir des instruments à court terme du secteur privé se sont surtout intéressés jusqu'ici aux émetteurs bien connus dont la cote de crédit est élevée.*

---

D'après des sources informelles, les investisseurs désireux d'acquérir des instruments à court terme du secteur privé se sont surtout intéressés jusqu'ici aux émetteurs bien connus dont la cote de crédit est élevée. Leur appétit pour les titres moins bien notés reste limité. En fait, si le papier à court terme des sociétés a réussi à combler une partie du vide laissé par les bons du Trésor, c'est avant tout parce qu'il constitue une solution de rechange relativement sûre pour les investisseurs qui cherchent à accroître leurs rendements en prenant position sur un segment un peu plus risqué du marché.

L'intérêt accru des investisseurs pour les titres d'emprunt du secteur privé sera probablement propice au développement de ce marché, de même qu'à la diversification des produits tant sur le plan sectoriel que sous l'angle des notations. La liquidité et le volume des transactions devraient donc s'améliorer au fil du temps.

Cependant, pour que cette croissance se poursuive, le marché doit disposer d'émissions liquides qui puissent servir de référence pour la détermination des prix et les activités de couverture. Les opérateurs du marché monétaire utilisent déjà les acceptations bancaires pour établir les prix des autres instruments à court terme. Mais reste à savoir quel type de titre pourrait remplir ce rôle primordial sur le marché obligataire si l'encours et la liquidité des obligations du gouvernement canadien devaient diminuer de façon marquée. Les obligations de sociétés très bien

notées sont une possibilité, mais elles semblent moins bien adaptées à ce rôle que ne le sont les acceptations bancaires sur le marché monétaire. Le marché de ces obligations a l'inconvénient d'être beaucoup plus fragmenté que celui des acceptations bancaires, qui est limité aux banques. De plus, en raison de leurs échéances rapprochées, les acceptations qu'émet une banque ont tendance à être perçues par les investisseurs comme de proches substituts de celles qui émanent d'autres banques.

Pour que les obligations d'une société donnée puissent servir de référence, il faudrait que la taille et la régularité de ses émissions soient suffisantes pour parvenir à un niveau de liquidité raisonnablement élevé. Or, les cours des obligations de sociétés sont influencés par un trop grand nombre de caractéristiques propres à chaque titre pour qu'une situation analogue à celle des acceptations bancaires sur le marché monétaire puisse se produire sur le marché obligataire.

Un autre instrument susceptible de jouer le rôle d'étalon est le swap de taux d'intérêt — contrat par lequel deux parties conviennent d'échanger des flux de trésorerie. La forme de swap la plus répandue consiste à échanger des paiements d'intérêts à taux fixe sur un montant notionnel contre des versements d'intérêts à taux variable sur le même montant pendant une période déterminée. Le taux fixe pourrait donc servir de référence pour l'établissement des prix d'autres titres. De fait, certains pensent que les swaps offrent des avantages à cet égard puisqu'ils comportent un risque de crédit et s'apparentent ainsi davantage aux titres dont le prix doit être déterminé que les émissions du gouvernement canadien, qui ne présentent aucun risque (Fleming, 2000). En outre, comme les swaps de taux d'intérêt ne reposent sur aucun titre sous-jacent, il n'y a aucune limite à leur offre. Par contre, il semblerait que le marché canadien des swaps ne soit pas très liquide et que le nombre de participants institutionnels et d'opérateurs actifs y soit assez réduit. Son manque de liquidité et de profondeur pourrait donc restreindre son rôle potentiel d'étalon.

### ***Les plateformes de négociation électronique***

Les pratiques en vigueur sur le marché des titres à revenu fixe pourraient évoluer sensiblement avec l'arrivée de systèmes électroniques qui permettent l'exécution automatique d'une ou de plusieurs étapes de la négociation : transmission des ordres, exécution des transactions et diffusion de l'information pré-transaction (prix proposés au comptant et ordres à

cours limité) et post-transaction (cours et volume des opérations). S'il est possible que ces systèmes améliorent la transparence du marché, facilitent le processus de détermination des prix et accroissent la rentabilité (Banque des Règlements Internationaux, 2000), il n'en demeure pas moins que la réglementation des plateformes de négociation électronique doit faire l'objet d'une réflexion approfondie. En effet, certaines exigences de transparence concernant l'information en temps réel peuvent comporter des inconvénients (particulièrement pour les grosses transactions), car elles peuvent influencer sur le prix des titres négociés, surtout si le marché de ces titres n'est pas assez liquide ou développé.

Largement répandues sur les marchés d'actions du monde entier, ces plateformes font rapidement leur entrée sur les marchés internationaux de titres à revenu fixe. Aux États-Unis, la Bond Market Association a recensé près de 80 systèmes de négociation d'obligations en décembre 2001. L'expérience américaine indique cependant que les opérations effectuées électroniquement sont généralement de petite taille et portent essentiellement sur des produits homogènes et standardisés comme les titres du Trésor et des agences fédérales.

Le marché canadien des titres à revenu fixe repose toujours sur une structure traditionnelle, dans laquelle les institutions concluent la plupart de leurs transactions par téléphone. Toutefois, un groupe de grands courtiers canadiens a annoncé récemment son intention de créer une plateforme électronique pour la négociation des obligations et bons du Trésor du gouvernement canadien et de certaines émissions de sociétés. Ce système électronique réunirait à l'intention des institutions, en temps réel, les offres d'achat et de vente de tous les courtiers participants pour chaque titre. Les investisseurs auraient la possibilité de faire appel aux courtiers de leur choix.

Certaines maisons de courtage ont commencé à offrir des services de négociation électronique de titres à revenu fixe à leur clientèle de détail, composée de petits investisseurs non institutionnels. La concurrence pourrait bientôt s'intensifier dans ce secteur, à la suite du lancement prochain d'un système de distribution destiné aux particuliers et inspiré d'un modèle qui a déjà fait ses preuves aux États-Unis. Dans le cadre du système projeté, plusieurs grands courtiers canadiens joueraient le rôle de pourvoyeur de liquidité. La clientèle de détail des courtiers exécutants pourrait accéder à cette réserve commune de titres à revenu

fixe et acheter et vendre en ligne à des pourvoyeurs de liquidité offrant les meilleurs prix. Grâce à cette plateforme, les particuliers bénéficieraient de cours plus concurrentiels, et le marché canadien des titres à revenu fixe serait plus transparent; il en résulterait peut-être une augmentation du volume des opérations effectuées par les particuliers.

Étant donné la taille relativement faible du marché canadien des titres à revenu fixe, la viabilité de ces systèmes dans notre pays reste à démontrer. De nombreuses tentatives ont échoué ailleurs à cause du manque d'intérêt des participants. Vu le nombre limité de grands investisseurs institutionnels et leur penchant croissant pour les stratégies de placement passives, il se pourrait bien que le système envisagé ne génère pas une activité suffisante pour être rentable. C'est du moins ce que laisse pressentir la rentabilité stagnante des opérations sur titres à revenu fixe des courtiers en valeurs mobilières. De nombreux opérateurs sont d'avis que les plateformes de négociation électronique accroîtront l'efficacité du segment institutionnel du marché des émissions de référence dans le cas des opérations de taille relativement petite, mais que les grosses transactions continueront de se négocier par téléphone, de façon bilatérale.

## Conclusion

Le marché canadien des titres à revenu fixe traverse actuellement une période de transformation. Les émissions d'obligations de sociétés ont enregistré une croissance robuste ces dernières années et représentent aujourd'hui à peu près 29 % de l'ensemble du marché obligataire, contre environ 17 % au milieu des années 1990. Les titres d'emprunt du secteur privé sont appelés à jouer un rôle plus important dans l'avenir. L'élimination des besoins financiers du gouvernement fédéral devrait avoir pour effet d'atténuer l'influence prépondérante de ses émissions de titres. En raison des rôles importants que ces titres remplissent sur le marché, la mutation en cours sur ce dernier porte à conséquence. La liquidité a déjà commencé à s'éroder quelque peu, mais elle pourrait être préservée grâce à une série de mesures mises en œuvre par les organismes de réglementation et par le gouvernement en vue de sauvegarder l'intégrité du marché obligataire. Les plateformes de négociation électronique pourraient aussi contribuer à améliorer la liquidité ainsi que la transparence et l'efficacité du marché.

## Ouvrages et articles cités

Banque des Règlements Internationaux (2000). *The Implications of Electronic Trading in Financial Markets* (novembre).

Fleming, M. (2000). « Financial Market Implications of the Federal Debt Paydown », *Brookings Papers on Economic Activity*, n<sup>o</sup> 2, p. 221-51.

Harvey, N. (1999). « Les initiatives entreprises sur le marché canadien des titres du gouvernement du Canada », *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 31-40.

Miville, M. et A. Bernier (1999). « Le marché des obligations de sociétés au Canada », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 3-9.

# La gestion des risques du Compte du fonds des changes

Michel Rochette, Module de gestion du risque, département des Marchés financiers

- Dans la gestion des risques du Compte du fonds des changes (CFC)\*, la Banque du Canada et le ministère des Finances visent à limiter les risques inhérents aux opérations de financement et de placement en devises étrangères du gouvernement canadien.
- Le CFC est exposé à divers types de risques : le risque de crédit, le risque de marché, le risque de liquidité, le risque opérationnel et le risque juridique. L'approche adoptée pour gérer l'ensemble de ces risques a permis de les maintenir à un bas niveau.
- Le régime de gestion du CFC implique une collaboration étroite entre le ministère des Finances et la Banque du Canada. Cette collaboration porte sur la gestion du Compte et sur les tâches administratives, mais l'exécution des opérations de financement et de placement est assurée par la Banque à titre d'agent financier du gouvernement.
- La première étape de la gestion des risques auxquels est exposé le CFC est celle de l'identification, de l'analyse, de l'évaluation et de la modélisation de ces risques. La deuxième est celle de l'adoption des normes visant à limiter les risques, tandis que la dernière consiste à assurer, au quotidien, le respect de ces normes et à proposer périodiquement aux autorités compétentes de nouveaux moyens de maîtriser les risques.

\* Dans le présent article, l'expression « Compte du Fonds des changes » désigne exclusivement les avoirs liquides en devises étrangères détenus dans ce compte, les engagements en devises et les swaps de devises qui servent à les financer.

Le présent article fait suite à celui qui a été publié dans la livraison de l'hiver 2000-2001 sur la gestion des réserves officielles de change du Canada (Jacobo De León, 2000-2001). Il vise à expliquer les méthodes utilisées par la Banque pour analyser et modéliser les principaux risques inhérents aux opérations de financement et de placement du Compte du fonds des changes (CFC), ainsi que les moyens mis en œuvre pour gérer ces risques<sup>1</sup>.

Avant d'aborder la question de la gestion proprement dite des risques, il importe de clarifier la nature et les objectifs du Compte et de souligner le caractère particulier des mécanismes institutionnels mis en place pour gérer les réserves de change du Canada.

## La nature et les objectifs du CFC

Dans un grand nombre de pays, les réserves de change appartiennent à la banque centrale ou sont partagées entre la banque centrale et le gouvernement. Par exemple, elles appartiennent au Danemark et en Suisse à la banque centrale, tandis qu'elles sont partagées aux États-Unis entre la Réserve fédérale et le Trésor. Au Canada, elles sont la propriété de l'État et sont détenues dans un compte spécial tenu à la banque centrale au nom du ministre des Finances. Il s'agit du Compte du fonds des changes, qui est alimenté par des swaps de devises et par des emprunts contractés directement en devises étrangères par le

1. La présente analyse fait partie du processus global d'analyse et de gestion des risques associés aux opérations que la Banque du Canada exécute en qualité d'agent financier du gouvernement fédéral. Ces opérations comprennent, outre les opérations directes de placement et de financement du CFC, les prêts de titres et les opérations de pension du CFC, la gestion des réserves d'or (options et prêts), ainsi que la gestion de la dette publique en dollars canadiens et des fonds tenus au compte du Receveur général.

gouvernement sur les marchés financiers internationaux<sup>2</sup>. Les buts et objectifs du CFC sont exposés dans le Rapport annuel du ministre des Finances au Parlement sur les opérations du Compte pour 2000 (Canada, ministère des Finances, 2001, p.1).

La gestion des risques étant une préoccupation sous-jacente aux diverses opérations du CFC, il n'est pas sans intérêt d'en rappeler ici les fondements, les méthodes d'analyse et certaines particularités du régime de gestion.

## La gestion des risques du CFC : principes, régie interne et règles

Un des principes fondamentaux d'une saine gestion financière consiste à maintenir un équilibre entre le rendement recherché et le risque couru. Il s'agit là de

la relation rendement-risque. Chaque organisation établit cette relation en fonction de ses objectifs financiers et de ses préférences en matière de risque. Dans le cas du CFC, l'objectif premier énoncé par les autorités compétentes consiste à protéger les actifs contre les risques, à minimiser les coûts nets de leur détention et à maintenir les liquidités à un niveau adéquat dans diverses devises. On trouvera dans l'encadré un exposé des principes qui guident à cet égard les diverses entités chargées de la gestion du Compte.

Par ailleurs, une saine gestion des risques implique la mise sur pied d'une régie d'entreprise appropriée. À cette fin, le processus décisionnel et les rôles des différents intervenants ont été bien définis et adaptés au cadre étatique, organisationnel et opérationnel dans lequel s'intègre le CFC (voir diagramme et Annexe)<sup>3</sup>. Ce cadre assujettit aux pratiques

2. Pour de plus amples renseignements sur les swaps de devises du gouvernement, voir Kiff, Ron et Ebrahim (2001).

3. Cette question est également abordée dans De León (2000-2001).

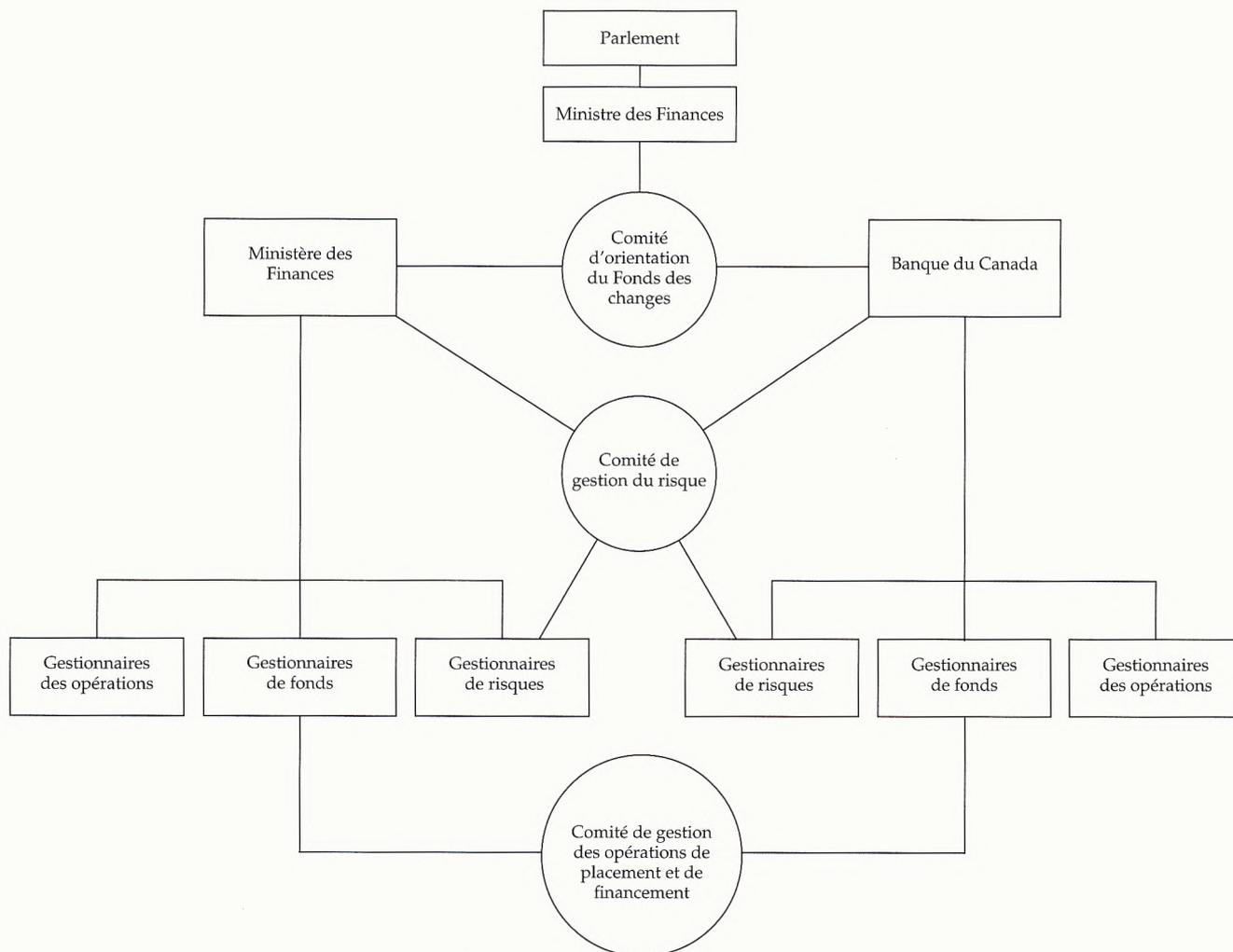
## Principes régissant la gestion du CFC

### Principes généraux

- Les avoirs de réserve et les engagements servant à les financer sont gérés comme des portefeuilles, selon une approche qui s'appuie sur bon nombre de principes appliqués par les institutions financières du secteur privé, notamment ceux de la gestion prudente des risques.
- Du côté de l'actif, une grande attention doit être accordée à la liquidité, à la qualité et à la diversification des avoirs, ainsi qu'aux plafonds de crédit fixés pour les contreparties.
- Du côté du passif, la même attention doit être accordée aux méthodes de mobilisation des capitaux, à la diversification de la clientèle des investisseurs, du coût des différentes sources de financement et au profil des échéances des engagements.
- Des pratiques exemplaires en matière de gestion des risques doivent être appliquées à la gestion globale du CFC.

### Principes spécifiques

- Le CFC doit disposer, à des fins d'intervention et de liquidité générale, d'un montant suffisant d'avoirs de réserve de bonne qualité et de première liquidité.
- L'écart entre l'intérêt versé sur les engagements en devises du gouvernement utilisés pour financer les avoirs du CFC et l'intérêt gagné sur ces avoirs doit être réduit au minimum.
- Les réserves de change doivent être gérées de façon à assurer, dans la mesure du possible, l'appariement des avoirs et des engagements à la fois en termes de devises et de durée.
- Une structure et un profil prudents des échéances doivent être maintenus pour limiter les besoins de refinancement.
- Les emprunts en devises servant à financer les avoirs du CFC doivent être contractés de manière à maintenir la réputation de « bon emprunteur » dont jouit le Canada sur les marchés internationaux de capitaux.



exemplaires l'orientation et la responsabilité du CFC, ainsi que la production des rapports de gestion.

Enfin, une saine gestion des risques exige non seulement que ceux-ci soient bien identifiés et limités par des règles opérationnelles claires, mais aussi la collaboration d'un personnel compétent et un soutien informatique adéquat. C'est pour cette raison que le Module de gestion du risque a été créé en 1997 au département des Marchés financiers de la Banque du Canada.

Dans l'ensemble, les résultats obtenus à ce jour dans la gestion des risques du CFC sont conformes aux directives du Fonds monétaire international et soutiennent bien

la comparaison avec ceux qu'obtiennent la majorité des autres pays industrialisés (voir FMI, 2000 et 2001).

### *Le bilan du CFC*

Du point de vue juridique et comptable, le CFC est une entité autonome ayant un patrimoine propre. Toutefois, on observe à la lecture du bilan officiel publié dans le rapport du ministre des Finances cité précédemment que le seul engagement du CFC est celui qui figure au poste « Avances », sous la rubrique « Dû au Trésor ». Cette particularité tient au fait que le Compte a été constitué à l'origine avec une avance du Trésor et qu'il est alimenté par cet organisme, qui est en dernière analyse son seul créancier. Dans la réalité toutefois, le gouvernement contracte régulièrement des

obligations en devises dont il faut continuellement rapprocher le montant à celui de placements en devises. Pour les fins du présent article, on a regroupé au Tableau 1, en guise de bilan, les placements en devises du CFC, ainsi que les engagements contractés en devises par le gouvernement canadien pour financer le CFC.

Tableau 1

### Ensemble des placements et des engagements du CFC au 31 décembre 2000

En millions de dollars É.-U., valeur nominale

Devise	Avoirs	Engagements
Dollar É.-U.	20 730	27 512
Euro	6 674	7 245
Yen	506	492
Total	27 910	35 249

Source : Canada, ministère des Finances, 2001, Tableau 4, p. 11

Nota : Les chiffres ci-dessus diffèrent de ceux du Tableau I2 des *Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada*, qui, eux, sont exprimés à la valeur marchande. Le Tableau I2 contient en outre les chiffres des avoirs en or, des droits de tirage spéciaux et de la position de réserve au FMI, qui ne sont pas pris en considération dans le présent article.

Comme le montre le tableau, les placements et engagements du CFC sont libellés en trois devises, le dollar É.-U., l'euro et le yen. Les placements constituent les réserves dites liquides du CFC et ils sont comptabilisés à leur valeur nominale. La gestion quotidienne du CFC et l'analyse des risques se font sur la base de la valeur marchande ou d'estimations d'une juste valeur financière quand la valeur marchande n'est pas connue.

Il ressort de ce tableau qu'au 31 décembre 2000, les avoirs et les engagements en euros et en yens s'équilibraient plus ou moins, mais que les engagements en dollars É.-U. dépassaient de 6,8 milliards les avoirs correspondants. Cette situation résultait dans une large mesure des interventions effectuées sur le marché des changes en 1998 et des importants engagements contractés cette année-là auprès du FMI. Cet écart, qui était, à son maximum, d'environ 13,2 milliards de dollars É.-U., a été réduit graduellement à la faveur du programme d'achats de dollars É.-U. mis en œuvre en décembre 1998 conjointement par le ministère des Finances et la Banque du Canada en vue d'équilibrer les avoirs et les engagements libellés dans cette devise (Canada, ministère des Finances, 2001).

## Les types de risques

### Le risque de crédit

L'expression « risque de crédit » désigne ici la possibilité de refus de paiement ou de défaillance de la contrepartie à une opération de placement du CFC. Le non-paiement des sommes dues peut être causé, dans le cas d'une société privée, par la faillite ou la liquidation de cette dernière et, dans le cas d'une contrepartie souveraine, par un moratoire sur la dette extérieure, par l'institution d'un contrôle des changes ou par un refus de paiement de la part de la contrepartie. Cette expression désigne également la possibilité de pertes financières causées par une révision à la baisse de la cote de crédit d'une contrepartie si le portefeuille concerné est évalué à la valeur marchande.

Afin de mesurer l'exposition au risque de crédit, le Module de gestion du risque utilise l'approche recommandée actuellement aux banques internationales par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (Banque des règlements internationaux, 1988, 1994, 1995), qui donne une exposition pondérée au risque (EPR)<sup>4</sup>. À l'aide de cette formule, le Module calcule chaque jour, sur la base des justes valeurs financières, l'exposition réelle pour chaque type de produit, puis ventile le chiffre obtenu par catégorie de contrepartie. On ajoute enfin à ces résultats une exposition potentielle pour les produits dérivés utilisés dans la gestion du risque de marché. Les chiffres ainsi obtenus sont présentés au Tableau 2, qui donne une ventilation des EPR en juin 2001.

Comme le montre ce tableau, le risque de crédit est minime pour l'ensemble des opérations du Compte à cause de la forte proportion de l'EPR imputable aux titres dont les émetteurs sont cotés AAA par Standard & Poor's, Moody's, Fitch IBCA ou le Dominion Bond Rating Service.

4. Les directives suivies à cet effet sont énoncées dans les publications du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (Banque des règlements internationaux, 1988, 1994, 1995). Les directives de 1988 fixent pour les banques internationales le niveau adéquat des fonds propres à détenir en raison des risques de crédit liés aux opérations inscrites au bilan. Elles ont été modifiées en 1994 et en 1995 pour tenir compte de certains produits dérivés. Globalement, elle permet d'estimer l'exposition réelle basée sur les valeurs marchandes, à laquelle on ajoute une exposition potentielle pour les produits dérivés. Cette dernière est estimée à partir des facteurs de projection recommandés dans la norme de 1995. Le total ainsi obtenu est pondéré par les facteurs de risque suivants : 0 % pour les risques associés aux titres en monnaie nationale émis par les États souverains de l'OCDE et les organismes pleinement garantis par eux; 20 % pour les autres organismes d'États membres de l'OCDE, les institutions financières privées des pays de l'OCDE et les entités supranationales; 100 % pour les autres organisations du secteur privé. On trouvera des exemples de ce calcul dans Kiff et coll. (2001).

Tableau 2

**Ventilation, au 29 juin 2001, de l'exposition au risque**  
(selon la méthodologie adoptée par la BRI en 1988, 1994 et 1995)

En millions de dollars É.-U.

Catégorie de contrepartie et coefficient de pondération	Exposition non pondérée au risque	Exposition pondérée au risque	Répartition du risque
États membres de l'OCDE et organismes pleinement garantis par eux (0 %)	14 060	0	74 % en AAA 26 % en AA
Autres organismes d'États membres de l'OCDE et entités supranationales (20 %)	11 500	2 300	98 % en AAA 2 % en AA
Institutions financières privées des pays de l'OCDE (20 %)	4 485	897	5 % en AAA 95 % en AA

Pour gérer les risques de crédit inhérents aux opérations du CFC, les autorités ont décidé de limiter, outre les catégories de contreparties admissibles, les types d'opérations que le CFC peut conclure avec chacune d'elles. Dans ce système, la cote de crédit sert non seulement à déterminer le choix des contreparties, mais aussi l'ampleur du risque de crédit permis pour certaines opérations.

---

*Pour gérer les risques de crédit inhérents aux opérations du CFC, les autorités ont décidé de limiter, outre les catégories de contreparties admissibles, les types d'opérations que le CFC peut conclure avec chacune d'elles.*

---

Parmi les plafonds financiers que les autorités ont institués dans cette optique, certains sont spécifiques, alors que d'autres sont globaux. Globalement, les plafonds varient selon la catégorie de contrepartie (gouvernement souverain, organisme public, institution supranationale, institution financière privée) et selon la cote de crédit. De plus, ils tiennent compte de l'ensemble des opérations effectuées avec une même contrepartie, de l'exposition réelle et potentielle dans le cas de certains produits dérivés, de l'échéance et des

types d'opérations effectuées avec les contreparties admissibles. Les plafonds spécifiques ont pour but d'assurer une certaine répartition du risque entre les contreparties, surtout celles du secteur privé, alors que les plafonds globaux permettent une répartition similaire pour les grandes catégories de contreparties.

Par ailleurs, afin de limiter davantage le risque de crédit, on a recours à d'autres moyens tels que la conclusion d'ententes de compensation bilatérales avec les contreparties dans le cas des swaps et des opérations de change à terme; la mise sur pied prochaine d'un système de garantie de certaines opérations sur produits dérivés, qui devrait permettre de réduire davantage le risque de crédit; des analyses plus approfondies du risque de crédit que présentent les diverses entités (filiales, maisons de courtage, etc.) rattachées à une même contrepartie.

### *Le risque de marché*

Par « risque de marché », on désigne les fluctuations de la valeur des titres résultant des variations des taux d'intérêt et des taux de change. Dans le cas du CFC, les risques de marché proviennent de deux sources : le non-appariement et l'appariement imparfait des avoirs et des engagements. Lorsqu'il y a appariement, en termes d'échéance et de devises, des avoirs et engagements, ce risque est faible, car les fluctuations des taux d'intérêt ou du taux de change ont des incidences qui se compensent mutuellement.

---

*Les réserves de change du CFC sont gérées de façon à assurer [...] un appariement des avoirs et des engagements à la fois en termes de devises et de durée. [...] De fait, les autorités ont fait de l'appariement intégral un objectif de la gestion du risque de marché pour le CFC.*

---

Dans le secteur privé, les gestionnaires de fonds commencent par établir des repères, en fonction desquels ils prennent délibérément des risques de marché dans le but d'accroître le rendement de leurs placements. Les réserves de change du CFC sont gérées de façon à assurer, dans la mesure du possible,

un appariement des avoirs et des engagements à la fois en termes de devises et de duration. Le risque de marché est ainsi réduit au minimum. De fait, les autorités ont fait de l'appariement intégral un objectif de la gestion du risque de marché pour le CFC. Cet objectif a été atteint pour les compartiments des portefeuilles d'euros et de yens, mais pas complètement pour celui du dollar É.-U. (voir Tableau 1)<sup>5</sup>.

Pour réduire le plus possible les risques de marché liés aux fluctuations des taux d'intérêt dans les situations de non-appariement ou d'appariement partiel, les gestionnaires de fonds du CFC appariant les avoirs et les engagements en commençant par ceux dont le terme est le plus long. Étant donné que l'ensemble des engagements en dollars É.-U. est depuis 1998 beaucoup plus élevé que l'ensemble des avoirs correspondants, l'appariement n'a pu se faire depuis lors que partiellement, soit pour le long et le moyen terme seulement. Si les variations de la valeur du portefeuille de dollars É.-U. causées par des fluctuations des taux d'intérêt américains ne constituent pas un risque majeur, on ne peut en dire autant de celles découlant des fluctuations du taux de change.

Le CFC ayant été constitué pour donner au gouvernement fédéral un accès à des liquidités en devises étrangères, les gestionnaires de risques concentrent leur attention sur les variations potentielles de la valeur marchande de ses avoirs et de ses engagements. Comme celle-ci varie par suite des événements importants survenant sur les marchés financiers, les spécialistes du Module de gestion du risque élaborent des scénarios pour tenter de mesurer cet aspect du risque de marché, puis de le limiter. À ces fins, ils utilisent tantôt les méthodes classiques, tantôt la théorie de la valeur extrême<sup>6</sup>.

Les scénarios dits classiques sont généralement élaborés à partir de l'observation et de l'analyse qualitative d'événements passés, par exemple la crise asiatique de 1997-1998, la restructuration de la dette de la Russie et l'effondrement de la Long-Term

5. L'objectif d'appariement des avoirs et des engagements s'applique à chaque devise et à chaque groupe d'échéances, à savoir les échéances de 0 à 6 mois, de 6 à 12 mois, de 18 mois à 2 ans, de 2 à 3 ans, de 3 à 4 ans, de 4 à 5 ans, de 5 à 7 ans, de 7 à 9 ans et de 9 à 10 ans.

6. De l'avis des spécialistes de la Banque, la méthode des scénarios convient mieux à l'évaluation des risques de marché du CFC que la méthode de la valeur exposée au risque (VAR) recommandée par le Comité de Bâle. En effet, cette approche a été élaborée dans l'optique de la gestion des comptes de négociation et elle repose généralement sur les valeurs passées des indices de volatilité et des coefficients de corrélation, qui ne tiennent malheureusement plus en période de fluctuations prononcées des marchés financiers.

Capital Management aux États-Unis en 1998.

L'avantage d'une telle approche est qu'elle permet d'élaborer des scénarios à partir d'événements réels. Cependant, il demeure difficile d'y incorporer des probabilités. À cette fin, il faut se fier au jugement pour estimer la probabilité d'événements susceptibles d'influencer la valeur des placements du Compte.

Quant aux scénarios basés sur la théorie de la valeur extrême, ils sont conçus à partir d'une distribution historique de la probabilité d'événements importants<sup>7</sup>. Les chiffres du Tableau 3 correspondent à quelques-uns des scénarios envisagés pour déterminer l'impact des chocs susceptibles d'affecter, à un certain niveau de confiance, le taux de change du dollar canadien par rapport au dollar É.-U. au cours d'une même journée. Par exemple, la variation quotidienne du dollar canadien par rapport au dollar américain observée au cours des cinq dernières années a été de 1,36 % dans seulement 0,1 % des cas observés. Ces statistiques permettent de juger de la probabilité que se vérifient les résultats de certains tests de sensibilité.

Tableau 3

#### Scénarios des chocs extrêmes subis par le taux de change dollar canadien-dollar É.-U. de 1995 à 2000

Probabilité de réalisation En %	Plus forte dépréciation observée durant une journée En %
5,0	0,72
2,5	0,89
1,0	1,16
0,1	1,36

Il n'est pas sans intérêt de noter ici que, comparative-ment à d'autres devises dont le taux de change est flottant, le dollar canadien est assez stable. De fait, il lui arrive rarement d'enregistrer des fluctuations de plus de 1 % durant une même journée.

#### Le risque de liquidité

Le risque de liquidité comporte deux aspects. Le premier a trait à la capacité de réaliser certains avoirs au moment opportun. Cet aspect de la liquidité du CFC est important puisque les gestionnaires de fonds du CFC doivent être en mesure de vendre des avoirs à une juste valeur et obtenir le paiement immédiate-

7. Pour plus de renseignements sur la théorie de la valeur extrême, voir Bensalah, 2000. Cette approche vise essentiellement à modéliser les événements extrêmes.

ment par l'entremise d'un système de règlement des transactions. Étant donné que le CFC a pour mission de fournir des liquidités en devises au gouvernement et de promouvoir un fonctionnement ordonné du marché du dollar canadien, il doit pouvoir vendre rapidement ses titres et obtenir les liquidités nécessaires pour faire face aux fluctuations extrêmes des marchés.

---

*Étant donné que le CFC a pour mission de fournir des liquidités en devises au gouvernement et de promouvoir un fonctionnement ordonné du marché du dollar canadien, il doit pouvoir vendre rapidement ses titres et obtenir les liquidités nécessaires pour faire face aux fluctuations extrêmes des marchés.*

---

Par ailleurs, les autorités ont adopté diverses politiques dans le but de limiter le risque de liquidité. Conformément à ces règles, les titres dans lesquels le CFC investit, soit les titres admissibles libellés en dollars É.-U., en euros et en yens, doivent être très liquides. Tout d'abord, étant donné que le marché des titres émis par le gouvernement américain et ses nombreux organismes est considéré comme le plus liquide au monde et que le dollar É.-U. est la monnaie généralement utilisée dans les opérations de change du Compte, la proportion des dollars É.-U. dans l'ensemble des avoirs liquides du CFC a été fixée à un minimum de 50 %. De plus, ces titres doivent être émis par des contreparties admissibles et leur encours, établi à la valeur nominale, doit être d'au moins 500 millions de dollars É.-U. Ce critère doit toujours être respecté, que les fonds soient investis dans des titres à court terme ou à long terme. En outre, le Compte ne peut détenir plus de 10 % des titres émis par une seule contrepartie, interdiction qu'on retrouve d'ailleurs dans divers règlements et lois, notamment ceux qui s'appliquent aux valeurs mobilières et aux régimes de retraite privés. Finalement, l'ensemble des titres non remboursables avant l'échéance et pour lesquels il n'existe pas de marché secondaire ne peut dépasser 15 % des avoirs liquides du Compte.

La liquidité des placements étant étroitement liée à leur échéance, les règles mentionnées ci-après fixent les échéances maximales des titres financiers admissibles au portefeuille du CFC (voir Tableau 4). De plus, les échéances des engagements contractés en devises par le gouvernement pour financer le CFC doivent être échelonnées de telle sorte qu'un tiers au plus de ceux-ci soit remboursé ou émis de nouveau au cours de l'année à venir. Finalement, afin de parer à toute éventualité, le CFC dispose de plusieurs autres moyens d'augmenter rapidement ses liquidités, par exemple son programme d'émission de papier commercial à court terme en dollars É.-U., la détention d'avoirs en euros et en yens, dont les marchés secondaires sont également très importants, et des lignes de crédit de 6 milliards de dollars É.-U. conclues avec diverses institutions financières étrangères.

Tableau 4  
**Échéance maximale des titres financiers du CFC**

Type de placement	Échéance maximale
Titres pour lesquels existe un marché secondaire	10 ans et demi
Titres de gestion de liquidité émis par une institution du secteur privé et pour lequel existe un marché secondaire (p. ex. du papier commercial)	1 an
Titres pour lesquels n'existe pas de marché secondaire (p. ex. des dépôts commerciaux)	3 mois
Prêts d'or <sup>a</sup>	1 an

a. Ces opérations sont effectuées essentiellement dans le but de tirer un certain revenu de ce type d'avoirs non productifs d'intérêts.

### **Le risque opérationnel**

Le risque opérationnel désigne les possibilités de pertes financières causées par un mauvais fonctionnement ou une panne d'un système informatique, par des erreurs ou des fraudes commises par des employés, par des manquements au chapitre des processus opérationnels ou par des événements extérieurs sur lesquels l'organisation n'a pas de prise.

Dans le secteur privé, les conséquences de ce risque sont surtout évaluées en fonction des pertes directes qui en découlent et des pertes indirectes qui prennent la forme de manques à gagner. Dans le cas du CFC, les gestionnaires se préoccupent des pertes directes et des facteurs susceptibles d'avoir des incidences financières sur les opérations gérées par la Banque du Canada.

---

*Dans le cas du CFC,  
les gestionnaires se préoccupent des  
pertes directes  
et des facteurs susceptibles d'avoir  
des incidences financières sur les  
opérations gérées par la Banque du  
Canada.*

---

Il existe deux grandes méthodes de mesure du risque opérationnel : la méthode descendante et la méthode ascendante. La méthode descendante permet d'estimer les incidences financières des différents aspects du risque opérationnel à partir du calcul des pertes subies par l'organisation dans le passé. Cette approche, plus actuarielle, sert sans doute mieux à modéliser les pertes importantes et peu fréquentes pouvant résulter de la défaillance des contrôles en place. Cependant, comme on ne dispose pas de données assez fiables pour effectuer les calculs nécessaires avec cette méthode, on l'utilise peu pour le moment, mais plusieurs organisations travaillent à corriger cette lacune.

Comme son nom l'indique, la méthode ascendante suit le cheminement inverse. Elle utilise comme point de départ les différents aspects des opérations qu'effectue l'organisation concernée et fait intervenir tous les secteurs opérationnels où les risques identifiés sont susceptibles de se concrétiser. En général, le personnel de ces secteurs participe activement à l'identification des sources des risques et comprend assez facilement les contrôles mis en place pour y remédier. Cette approche s'inscrit bien dans la démarche de la qualité totale pratiquée dans divers domaines par un grand nombre d'institutions financières et par la Banque dans l'analyse des risques opérationnels auxquels est exposé le CFC.

Dans le cadre de cette méthode, la Banque analyse les processus opérationnels, établit des contrôles qu'elle révisé régulièrement et elle suit de près le renouvellement du personnel et les mutations des employés. Elle a en outre élaboré quelques indicateurs des sources de risque et aide à évaluer les solutions et applications technologiques pertinentes, notamment la mise sur pied prochaine d'un nouveau logiciel de gestion intégrée des opérations. Elle vérifie aussi l'intégrité

des données financières utilisées par les modèles d'évaluation et elle a commencé à suivre les opérations post-marché. Elle a enfin mis en place ces derniers temps des mesures devant lui permettre de faire face aux situations extraordinaires.

### **Le risque juridique**

Comme le risque opérationnel, le risque juridique couvre plusieurs aspects. L'expression désigne la possibilité que des contrats dûment signés ne soient pas reconnus par les tribunaux parce qu'ils ne sont pas accompagnés des documents nécessaires, ne sont pas revêtus des signatures autorisées ou parce que l'un ou plusieurs des signataires n'ont pas la capacité juridique d'engager par contrat la société concernée. Ce risque concerne aussi les situations où une institution financière du secteur privé ne s'est pas conformée à des dispositions adoptées par l'organisme de réglementation compétent.

Il se peut qu'un risque juridique réel ne pose jamais de problèmes si l'opération se déroule normalement jusqu'à son stade final. Mais en cas de défaillance d'une des parties, le risque prend une toute autre dimension car c'est à ce moment que les tribunaux interviennent pour déterminer si les droits négociés en vertu des ententes conclues peuvent réellement être exercés.

Les moyens adoptés pour mieux contrôler ce risque sont semblables à ceux qu'on utilise dans le secteur privé. Un des moyens essentiels consiste à conserver toute la documentation relative aux différentes opérations afin de pouvoir clarifier au besoin les droits et les engagements de chaque partie. Par exemple, dans le cas des opérations de swaps, le gouvernement utilise et conserve la documentation normalisée préparée par l'International Swap Dealers Association et en suit de près l'évolution.

### **Conclusion**

Les efforts accomplis dans la gestion des risques du CFC ont consisté à tenter de limiter le risque de crédit par l'application de plafonds qui assurent une diversification des risques de même qu'une exposition limitée envers les contreparties. Par ailleurs, en suivant l'évolution et le perfectionnement des méthodes et des modèles d'évaluation du risque de crédit, la Banque compte affiner ses méthodes d'analyse et de modélisation des risques de crédit liés aux opérations du CFC, ainsi que les moyens utilisés pour gérer ce risque.

En ce qui concerne le risque de marché, la Banque travaille au raffinement des repères et à la conception de scénarios financiers devant permettre de mesurer l'impact que des événements survenus sur le marché peuvent avoir sur la valeur et la liquidité du portefeuille-titres du CFC. Il sera ainsi possible d'élaborer une approche plus intégrée de gestion du risque de marché qui facilitera l'évaluation du coût net de détention des fonds du CFC à la lumière des divers objectifs poursuivis.

Finalement, il faut parvenir à saisir l'interdépendance des risques plutôt que de supposer qu'ils sont

indépendants les uns des autres. Par exemple, les fortes fluctuations des marchés financiers affectent la liquidité des titres négociés de même que le risque de crédit qu'ils présentent. Par ailleurs, la liquidité des titres est liée à la fiabilité des systèmes de règlement des transactions et des systèmes de paiement, dont le bon fonctionnement est considéré dans de nombreux pays comme une responsabilité de la banque centrale. Enfin, les différents aspects juridiques des contrats influencent la capacité d'exercer les droits qui en découlent et comportent des conséquences financières pour les diverses parties contractantes.

---

## Bibliographie

- Banque des règlements internationaux (1988). *Convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres*, Comité de Bâle des règles et pratiques de contrôle des opérations bancaires; ce document a été modifié en juillet 1994 et en avril 1995.
- Bensalah, Y. (2000). « Steps in Applying Extreme Value Theory to Finance », document de travail 2000-20, Banque du Canada.
- Canada, ministère des Finances (2001). *Rapport annuel du ministre des Finances au Parlement sur les opérations du Compte du fonds des changes et rapport du vérificateur général au ministre des Finances sur la vérification des comptes et des états financiers du Compte du fonds des changes 2000*, Ottawa.
- Crouhy, M., D. Galai et R. Mark (2001). *Risk Management*, New York, McGraw Hill.
- De León, J. (2000-2001). « La gestion des réserves de change de la Banque du Canada », *Revue de la Banque du Canada* (hiver), p. 15-24.
- Fonds monétaire international (2000). *Sound Practices in the Management of Foreign Exchange Reserves*, mars.
- (2001). « Directives pour la gestion des réserves de change ».
- Jensen, P. K. (2001). « Management of the Interest-Rate Risk on the Foreign-Exchange Reserve », *Monetary Review*, Banque Nationale du Danemark, premier trimestre.
- Jorion, P. (2001-2002). *Financial Risk Manager Handbook*, Wiley/Garp Risk Management Library.
- Kiff, J., U. Ron et S. Ebrahim (2000-2001). « L'utilisation des swaps de taux d'intérêt et des swaps de devises par le gouvernement fédéral », *Revue de la Banque du Canada* (hiver), p. 25-36.

## Annexe

### Répartition des fonctions au sein du CFC

#### *Le ministre des Finances :*

- Approuve les politiques relatives aux activités de placement et de financement du CFC.
- Approuve les politiques de gestion des risques de marché, de crédit et de liquidité, ainsi que des risques opérationnels et juridiques.
- Approuve les règles de placement du CFC (activités actuelles et futures).
- Approuve les règles de gestion du risque : niveaux de tolérance aux risques et moyens envisagés pour gérer les risques.
- Présente au Parlement un Rapport annuel concernant les opérations du CFC.

#### *Le Comité d'orientation du Fonds des changes (Banque du Canada et ministère des Finances) :*

- Est composé de cadres supérieurs du ministère des Finances et de la Banque du Canada.
- Assure la surveillance générale du Compte.
- Détermine l'orientation et la responsabilité dans le cas des grandes initiatives stratégiques.
- Passe en revue les opérations du Compte.
- Recommande des modifications aux politiques.
- Se réunit chaque semestre.

#### *Le Comité de gestion du risque (Banque du Canada et ministère des Finances) :*

- Est composé de gestionnaires du ministère des Finances, de la Banque du Canada et de deux représentants n'ayant aucun lien avec les opérations du CFC, dont un du ministère des Finances et un de la Banque du Canada.
- S'assure que les opérations du CFC reflètent les politiques, les règles et les plafonds relatifs aux risques financiers et opérationnels.
- Joue un rôle consultatif dans l'élaboration de nouvelles règles et méthodes de gestion de certains risques et dans l'établissement des mesures de rendement appropriées.
- Examine les rapports produits par le Module de la gestion du risque.
- Se réunit chaque trimestre.

#### *Le Comité de gestion des opérations de placement et de financement du CFC (Banque du Canada et ministère des Finances) :*

- Est composé des gestionnaires des fonds et de représentants du ministère des Finances.
- Évalue les propositions de placement et de financement formulées par les gestionnaires des fonds.
- S'assure que les activités de placement et de financement se font selon les règles en vigueur.
- Se réunit chaque mois.

#### *Les gestionnaires des fonds (Banque du Canada et ministère des Finances) :*

- Exécutent les opérations de placement et de financement conformément aux politiques et aux règles pertinentes.
- Élaborent les tactiques des opérations de financement et de placement.
- Proposent de nouveaux placements et de nouvelles méthodes de financement.
- Participent aux réunions mensuelles du Comité de gestion des activités de placement et de financement du CFC et assistent aux réunions trimestrielles du Comité de gestion du risque.

#### *Les gestionnaires de risques (Banque du Canada et ministère des Finances) :*

- Identifient les risques.
- Élaborent, de concert avec les gestionnaires des fonds, les règles de gestion des risques.
- Analysent et modélisent les risques.
- Proposent des mesures et des moyens de gestion de l'ensemble des risques inhérents aux activités actuelles et futures du CFC.
- Assurent le suivi continu et quotidien des risques de crédit, de marché et de liquidité du CFC et veillent à ce que les gestionnaires des fonds respectent les règles en vigueur.
- Participent au suivi des risques opérationnels et juridiques en collaboration avec des représentants d'autres départements de la Banque et d'autres directions du ministère des Finances.

- Font rapport chaque jour aux gestionnaires des fonds, chaque mois au Comité de gestion de la dette publique, chaque trimestre au Comité de gestion du risque, chaque semestre à la Haute Direction de la Banque du Canada et du ministère des Finances et chaque année au ministre des Finances.

***Les gestionnaires des opérations (Banque du Canada et ministère des Finances) :***

- Vérifient les relevés des transactions avant leur approbation finale.
- Confirment les transactions avec les contreparties.
- Approuvent les transactions et codent les informations appropriées dans les systèmes.
- Comptabilisent les différents aspects des transactions.
- Effectuent les paiements prévus et enregistrent les entrées de fonds.
- Produisent certains rapports de gestion.



# L'économie canadienne : ses défis actuels et futurs

---

*Allocution prononcée par David Dodge  
gouverneur de la Banque du Canada  
devant la Chambre de Commerce  
du Grand Moncton et le Conseil économique  
du Nouveau-Brunswick  
Moncton, Nouveau-Brunswick  
le 24 octobre 2001*

**J'**apprécie l'occasion qui m'est donnée aujourd'hui de prendre la parole devant vous, bien que j'aurais aimé le faire à un moment plus heureux.

Tous, à la Banque du Canada, nous éprouvons la même douleur profonde devant les pertes de vie énormes causées par les attentats terroristes du 11 septembre aux États-Unis. Parmi les victimes se trouvaient des citoyens innocents de nombreuses nationalités, y compris des Canadiens. À leurs familles, amis et collègues, nous offrons nos plus sincères condoléances. Les efforts que chacun de nous déploie pour faire face à cette tragédie et aux conséquences qu'elle a sur nos vies trouvent une grande inspiration dans la coopération, la solidarité et la détermination vibrantes dont nous avons été témoins aussi bien ici, au Canada, que sur la scène internationale. Durant cette période d'angoisse et d'incertitude, je peux vous assurer que la Banque du Canada continuera de veiller au bien-être économique des Canadiens et de favoriser la stabilité du système financier national et international.

Lorsqu'on tente de saisir l'étendue de la tragédie et de mesurer ses effets immédiats sur l'économie, il importe de ne pas s'attarder au court terme mais plutôt d'examiner les tendances à long terme et le potentiel de notre économie. Il convient également de ne pas perdre de vue les défis que nous devons

relever collectivement si nous voulons que notre pays consolide ses progrès sur le plan économique dans les années à venir. J'aimerais vous entretenir aujourd'hui de ces défis à long terme.

Bien sûr, en raison des circonstances actuelles, la politique monétaire doit aussi faire face à d'importants défis à court terme. Je terminerai donc mon exposé par un bref examen de la situation économique actuelle et des mesures que prend la Banque pour soutenir la demande intérieure au Canada.

## **Les défis à long terme sur le plan économique : les progrès réalisés**

Pour commencer, voyons quels sont les défis que nous devons relever à long terme.

La dernière décennie a marqué un tournant dans l'économie canadienne. L'inflation s'est fermement établie à de bas niveaux, la santé des finances publiques a été restaurée et les entreprises canadiennes ont amorcé d'importantes restructurations. Bref, nous avons accompli des progrès remarquables dans l'amélioration de la tenue de notre économie.

Permettez-moi de passer brièvement en revue ces progrès, en commençant par les résultats crédibles que nous avons obtenus au chapitre de l'inflation.

*... la réalisation d'un taux d'inflation bas et stable*

Depuis le début des années 1990, la mise en œuvre d'une politique monétaire axée sur un taux d'inflation bas, stable et prévisible a contribué à ancrer les attentes d'inflation et à atténuer les fluctuations de l'activité économique. Les Canadiens ont été en mesure de prendre des décisions en matière de dépense, d'épargne et d'investissement avec plus d'assurance, convaincus que leur banque centrale verrait à contenir l'inflation future et que l'économie serait plus stable.

### *... l'assainissement des finances publiques*

Il reste qu'un bas taux d'inflation, même s'il est essentiel, ne peut garantir à lui seul la bonne tenue de l'économie. Il doit aller de pair avec une gestion prudente des finances publiques.

Le Canada a aussi pris des mesures, depuis le début des années 1990, pour assainir ses finances. Et ses efforts portent leurs fruits. L'élimination des déficits à tous les niveaux de gouvernement a contribué à faire baisser les taux d'intérêt et à rendre les marchés financiers relativement plus stables.

### *... la restructuration des entreprises et l'ouverture des marchés*

Le bas niveau des taux d'intérêt et la confiance accrue dans l'avenir ont à leur tour incité les entreprises canadiennes à procéder à d'importantes restructurations, en vue de faire face à la révolution technologique qui balaie la planète et à la concurrence de plus en plus vive sur les marchés mondiaux.

Depuis dix ans, ces efforts de restructuration se sont inscrits dans un mouvement général d'ouverture de l'économie canadienne. Grâce aux accords commerciaux que nous avons conclus à la fin des années 1980 et au début des années 1990, notamment l'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA), nous avons grandement augmenté nos échanges avec le reste du monde.

En un mot, nous avons beaucoup fait au Canada, durant la dernière décennie, pour renforcer les assises de notre économie. Et nous sommes maintenant bien mieux placés pour résister aux turbulences qui guettent notre économie et relever de nouveaux défis.

Mais, dans un monde en mutation rapide, où la concurrence se fait de plus en plus vive, la seule façon de ne pas reculer, c'est encore d'avancer. Si nous voulons saisir les occasions que l'économie mondiale nous offre, nous devons continuer d'aller de l'avant et de progresser.

## **Les défis à long terme sur le plan économique : les perspectives**

Avant de parler de ce que nous devons accomplir pour continuer à progresser, j'aimerais souligner l'importance de la poursuite de saines politiques macroéconomiques — le pilier sur lequel repose tout le reste.

### *... la mise en œuvre de saines politiques macroéconomiques*

La meilleure contribution que la politique monétaire peut apporter à la bonne tenue de l'économie à moyen terme est de promouvoir un climat d'inflation faible, stable et prévisible. La Banque du Canada a pris l'engagement de préserver la confiance en la valeur future de la monnaie, et vous pouvez être sûrs qu'elle s'y emploie avec détermination.

Sur le plan budgétaire, il est primordial que nos finances publiques demeurent saines et que tous les ordres de gouvernement continuent à réduire leur endettement net au fil des ans. Une baisse du niveau de la dette publique par rapport à la taille de l'économie nous rendra moins vulnérables aux chocs externes. Mais je m'empresse d'ajouter que je ne veux *pas* dire par là que nous ne devrions pas laisser jouer les « stabilisateurs automatiques » si nous sommes confrontés à un choc économique. (L'expression « stabilisateurs automatiques » désigne la propension des recettes et des dépenses publiques à évoluer de façon à faire contrepoids automatiquement aux fluctuations économiques. Par exemple, en période de ralentissement économique, les recettes fiscales baissent et certaines dépenses, comme les versements d'assurance emploi, augmentent). N'oublions pas, cependant, que c'est parce que nous avons réussi ces dix dernières années à rétablir la santé des finances publiques que nous pouvons maintenant nous permettre de laisser jouer ces stabilisateurs automatiques.

La poursuite de politiques macroéconomiques saines est nécessaire, mais elle ne peut conduire à elle seule à une amélioration de la structure et de la tenue de notre économie dans les années à venir. J'aimerais passer en revue avec vous les autres politiques et mesures dont nous pourrions avoir besoin pour y parvenir.

En ce qui concerne l'avenir, ce dont nous pouvons être sûrs, c'est que la mondialisation et la concurrence des marchés des biens, des services et des produits financiers iront en s'accroissant. Le Canada ne doit jamais l'oublier, vu la très grande ouverture de son économie. Plus particulièrement, vu les exigences accrues en matière de sécurité aux États-Unis, il est important que nous nous attachions tous à faciliter le flux continu de biens et services entre nos deux pays. Au delà de cette question, de nombreux défis se posent aux Canadiens. Mais de nouvelles occasions s'offrent

aussi à nos entreprises d'accroître leur pénétration du marché mondial et de mettre à profit les économies d'échelle que génère la production de masse. Toutefois, il faudra pour ce faire que les entreprises prennent des mesures pour améliorer leur productivité et qu'elles trouvent des façons plus efficaces de produire les biens et les services qu'elles livrent à leurs clients canadiens et étrangers.

Et c'est là que l'innovation entre en ligne de compte.

### *... l'art de tirer parti des nouvelles technologies*

Nous sommes au cœur d'une période de profonds changements : en effet, les économies nationales et les sociétés un peu partout dans le monde sont transformées par l'application de plus en plus généralisée des nouvelles technologies de l'information et de la communication. Et d'autres changements encore s'annoncent, par suite des progrès extraordinaires accomplis dans les domaines de la biotechnologie et de la nanotechnologie.

Les technologies comme celles-ci demandent du temps pour se répandre et générer de nouvelles applications dans une vaste gamme de secteurs de l'économie, un peu comme ce fut le cas pour le moteur électrique. Mais, pour réaliser le plein potentiel de ces nouvelles applications, de profonds changements à l'organisation de l'entreprise, à un secteur entier, voire à l'ensemble de l'économie, sont souvent nécessaires. C'est la combinaison de ces applications et de ces changements qui rend possibles des gains de productivité et une hausse des revenus.

Comme bien d'autres économistes qui ont étudié ces questions, je suis convaincu qu'au cours des deux prochaines décennies, la productivité va croître beaucoup plus rapidement qu'elle ne l'a fait de 1975 à 1995 — mais peut-être pas autant qu'au cours des années 1950 et 1960.

Si l'histoire nous montre que les innovations mettent du temps à se répandre, il est important de ne pas oublier que ce sont les plus prompts à tirer parti des nouvelles réalités qui en récoltent les plus grands avantages. Durant la première moitié des années 1990, le Canada a été plus lent que les États-Unis à effectuer les investissements nécessaires pour tirer avantage des nouvelles technologies. Mais, depuis 1996, ce type d'investissement a connu un essor au pays. Et, ces deux dernières années, nous avons commencé à voir apparaître les premiers signes d'une progression plus rapide de la productivité. Une fois que l'incertitude

générale actuelle et les facteurs cycliques qui limitent en ce moment la croissance de la production et de l'investissement au Canada auront disparu, nous allons assister sans doute à une hausse des gains d'efficacité découlant des investissements passés et à de nouvelles dépenses de capital dans les innovations. Lorsqu'on aura apporté les ajustements nécessaires pour répondre aux besoins accrus en matière de sécurité, ces innovations permettront une augmentation du niveau de vie des Canadiens.

### *... la conception de nouvelles structures organisationnelles et l'amélioration des compétences*

Mais, comme je viens de le dire, pour tirer pleinement parti de la technologie, nous devons modifier et améliorer la structure de notre économie et la façon dont nous menons nos entreprises.

Au niveau de l'entreprise — tout comme à l'échelon des ministères et de la Banque du Canada d'ailleurs —, cela signifie repenser le mode d'organisation ainsi que les méthodes de gestion et de travail. Cela implique aussi un relèvement du niveau de compétence de la main-d'œuvre. Il ne suffit pas de mettre en place de l'équipement à la fine pointe du progrès pour récolter des gains d'efficacité et de productivité. Et ce ne sera certainement pas le cas si la structure organisationnelle et les méthodes de gestion de l'entreprise sont désuètes et que ses travailleurs ne savent pas comment exploiter avantageusement cet équipement.

Certaines de ces questions n'ont rien de nouveau pour beaucoup d'entre vous ici dans les provinces de l'Atlantique, où, ces dernières années, des efforts remarquables ont été déployés pour diversifier l'économie de la région et investir des domaines plus axés sur les nouvelles technologies. On peut le constater ici même, à Moncton, où, depuis dix ans, vous connaissez la plus forte croissance de l'emploi dans la province — avec pas moins de 12 000 nouveaux emplois — grâce à votre capacité d'attirer des centres d'appels et d'autres entreprises œuvrant dans le domaine de la technologie de l'information.

### *... l'accroissement de la productivité*

Si nous devons nous tourner vers les nouvelles technologies, réformer nos méthodes de gestion et de travail et relever le niveau de compétence de notre main-d'œuvre, c'est que cela aidera notre pays à devenir plus efficace et plus productif. Et la croissance de la productivité est à l'origine de l'augmentation des

revenus réels et donc de l'amélioration des niveaux de vie en longue période.

Mais, demandez-vous, quel est le rôle de la politique monétaire dans tout cela? Que peut faire la Banque du Canada pour promouvoir la hausse de la productivité et des revenus réels?

L'accroissement des revenus réels est un élément clé de la bonne tenue globale de l'économie que la Banque cherche à promouvoir en appliquant une politique axée sur un bas taux d'inflation. Notre institution apporte sa contribution aux initiatives visant l'amélioration de la productivité en favorisant la mise en place d'un climat d'inflation faible et stable, qui aide les dirigeants d'entreprise à prendre des décisions éclairées pour le long terme, notamment en matière d'investissements dans les nouvelles technologies.

*... veiller au bon fonctionnement du système et des marchés financiers canadiens*

La Banque se préoccupe également d'un autre facteur essentiel à la bonne tenue de l'économie, à savoir un secteur financier solide, innovateur et efficient. En effet, un secteur financier stable et très développé aide à canaliser l'épargne vers l'investissement et à répartir efficacement le capital.

Cela est particulièrement important en période de progrès technologiques rapides, car on tient alors à ce que les entreprises qui envisagent d'adopter de nouvelles technologies aient accès à un financement adéquat. Mais, évidemment, il faut aussi faire en sorte que cet accès au capital ne compromette pas la stabilité du secteur financier. Des mesures de protection appropriées et des politiques saines visant à promouvoir la stabilité financière améliorent les résultats économiques.

La Banque du Canada contribue à la promotion de la stabilité financière de plusieurs façons. Ici, au pays, nous assurons la surveillance des grands systèmes de compensation et de règlement et nous fournissons au système financier les liquidités dont il a besoin en temps normal ou en situation d'urgence. Nous travaillons aussi avec d'autres organismes fédéraux et commissions des valeurs mobilières provinciales afin de veiller au bon fonctionnement des marchés financiers. De plus, par l'entremise d'organisations internationales telles que la Banque des Règlements Internationaux et le Fonds monétaire international, nous collaborons avec d'autres banques centrales et agences de réglementation financière des quatre coins

du monde dans le but de promouvoir la stabilité financière mondiale.

Et la liste des enjeux à moyen terme dont nous pourrions discuter ne s'arrête pas là. Mais, comme le temps me manque, j'aimerais maintenant vous parler de la situation économique actuelle et des défis que les responsables de la politique monétaire devront relever dans le proche avenir.

## **La conjoncture économique actuelle et les défis à court terme qui se posent à la politique monétaire**

Même avant les événements du mois dernier aux États-Unis, des signes indiquant que le ralentissement économique dans ce pays serait plus profond et durerait plus longtemps qu'on ne l'avait d'abord prévu, en général, avaient commencé à s'accumuler. Au milieu de l'été, l'activité à l'extérieur de l'Amérique du Nord avait aussi commencé à se ressentir de façon plus manifeste de l'essoufflement de la croissance aux États-Unis et du repli en cours à l'échelle mondiale dans les domaines de l'information et des télécommunications. Parallèlement, au Canada, on relevait des indices que la demande intérieure, qui était demeurée soutenue au cours du premier semestre de l'année, fléchissait et que la correction des stocks, notamment dans les secteurs des produits électriques et électroniques, était loin d'être terminée.

Cette multiplication des signes de ralentissement durant tout l'été a amené la Banque à revoir à la baisse ses prévisions antérieures concernant l'expansion de l'économie au second semestre de 2001 et au premier semestre de 2002. En conséquence, le 28 août, elle a réduit les taux d'intérêt afin de soutenir la croissance de la demande intérieure et de maintenir l'inflation près de la cible de 2 % à moyen terme.

Les événements du 11 septembre, et leurs répercussions un peu partout dans le monde, ont rendu beaucoup plus incertaines les perspectives de croissance à court terme de l'économie mondiale et de l'économie canadienne. Devant ce fait, la Banque est intervenue exceptionnellement le 17 septembre, soit en dehors de son calendrier normal d'annonces, pour réduire les taux d'intérêt de un demi-point de pourcentage. Nous avons aussi pris des dispositions immédiatement après les attaques, tout comme les autres grandes banques centrales, afin de fournir des liquidités supplémentaires au système financier et d'en assurer ainsi la bonne marche. Dans des moments comme celui-là, il est très important, pour préserver la

confiance dans les perspectives de notre économie, que le système financier continue de fonctionner efficacement.

Il est très difficile de mesurer les retombées économiques du choc du 11 septembre. Nous savons que ce dernier a eu des répercussions nettes et immédiates sur certains secteurs (comme le transport aérien et le tourisme) et sur les entreprises qui dépendent de la livraison rapide outre-frontière de marchandises. Mais nous pouvons difficilement déterminer l'incidence globale du choc ni durant combien de temps elle se fera sentir. Et il est encore plus compliqué à ce stade-ci d'évaluer les effets que ce choc aura sur les attitudes des consommateurs et des entreprises. Les événements récents ne ressemblent à rien de ce que nous avons connu en Amérique du Nord à ce jour, et il nous faudra un certain temps avant de pouvoir en saisir pleinement les conséquences.

Compte tenu des effets directs des actes terroristes survenus aux États-Unis, de leurs conséquences négatives immédiates sur la confiance des entreprises et des ménages, et des ajustements qu'il a fallu opérer pour remédier aux risques accrus sur le plan de la sécurité, il est maintenant clair que la croissance de l'activité au second semestre de 2001 sera presque nulle ou légèrement négative. Cela signifie que, pour l'année dans son ensemble, elle devrait se situer aux alentours de 1,5 %.

La rapidité avec laquelle la reprise s'effectuera dépend essentiellement de l'évolution de la situation géopolitique et du moment où la confiance des ménages et des entreprises reviendra à la normale. Par nature, le climat géopolitique est difficilement prévisible, mais il est probable qu'il sera plus troublé que d'ordinaire pendant encore quelque temps. Il est également difficile de prévoir le cours que suivra la confiance des consommateurs et des entreprises aux États-Unis et au Canada. On peut imaginer un scénario dans lequel la confiance se rétablit rapidement. Dans pareil cas, une reprise relativement robuste de la croissance pourrait s'amorcer dès le deuxième trimestre de 2002. D'un autre côté, la confiance des ménages et des entreprises en Amérique du Nord pourrait rester fragile encore longtemps. Alors, la croissance risquerait de demeurer anémique durant la majeure partie de 2002. Bien qu'il soit difficile de déterminer le moment où l'activité économique se redressera, nous sommes convaincus qu'une fois dissipée l'incertitude provoquée par les actes terroristes, la croissance de la production, des investissements et de l'emploi reprendra à un rythme sain, compte tenu de la solidité des facteurs fondamentaux au Canada.

Selon l'un ou l'autre de ces scénarios, les pressions s'exerçant sur l'appareil de production et l'inflation durant le reste de l'année et en 2002 seront moindres que nous l'avions d'abord prévu. De plus, l'économie devrait continuer de fonctionner en deçà des limites de sa capacité jusqu'à la fin de 2002. Par conséquent, on s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence passe sous la barre des 2 % au début de 2002 et y demeure pour le reste de l'année. Le taux d'accroissement de l'IPC global, pour sa part, devrait tomber à environ 2 % d'ici la fin de l'année et descendre davantage au cours de 2002, si les prix mondiaux de l'énergie demeurent près des niveaux du début de septembre.

Compte tenu de ces facteurs, nous avons décidé, hier, à la date d'annonce préétablie, d'abaisser notre taux directeur — le taux cible du financement à un jour — de 3/4 de point de pourcentage. Celui-ci s'établit maintenant à 2 3/4 %, ce qui porte la réduction totale des taux d'intérêt depuis le début de l'année à 3 points de pourcentage. Cette mesure vise à fournir un soutien additionnel à la croissance de l'économie canadienne et à maintenir l'inflation près de notre cible de 2 % à moyen terme.

Il va sans dire que, en raison des nombreuses inconnues qui caractérisent la conjoncture mondiale actuelle et de l'incertitude qui pèse sur la demande intérieure au Canada, la Banque va continuer de suivre de près l'évolution de la situation.

## Conclusion

Pour conclure, je dirai qu'en cette période où notre pays est aux prises avec des difficultés économiques et où les entreprises, les gouvernements et les particuliers s'efforcent de faire face à la tragédie du mois dernier, nous sommes naturellement portés à nous préoccuper d'abord des problèmes à court terme. C'est compréhensible. Mais, en même temps, il importe de maintenir un certain recul. Nous devons voir au delà de la conjoncture actuelle et prêter attention aussi aux tendances à long terme et au potentiel de notre économie.

Le Canada a fait des progrès remarquables durant la dernière décennie pour renforcer ses bases économiques. Cette solidité renouvelée devrait bien nous servir, peu importe les turbulences économiques et les incertitudes temporaires que nous devons affronter. De plus, nous pouvons prendre appui sur elle pour nous lancer dans de nouvelles entreprises en vue d'améliorer la tenue à long terme de notre économie et de relever les défis du XXI<sup>e</sup> siècle.



# Banque du Canada

## Conseil d'administration

## Haute Direction

### *Gouverneur*

David A. Dodge\*

### *Premier sous-gouverneur*

Malcolm D. Knight\*

Hon. Winston Baker\*, St. John's, T.-N.

Kit Chan, Calgary, Alb.

Walter Dubowec\*, FCA, Winnipeg, Man.

Daniel F. Gallivan, c.r., Halifax, N.-É.

Raymond Garneau, Westmount, Qc

James S. Hinds, c.r., Sudbury, Ont.

Barbara R. Hislop, Vancouver, C.-B.

Aldéa Landry, c.r., Moncton, N.-B.

J. Spencer Lanthier, FCA, Toronto, Ont.

Harold H. MacKay\*, c.r., Regina, Sask.

Paul Massicotte\*, St-Laurent, Qc

Barbara F. Stevenson, c.r., Charlottetown, Î.P.É.

### *Membre d'office :*

*Sous-ministre des Finances*

Kevin G. Lynch\*

### *Gouverneur*

David A. Dodge

### *Premier sous-gouverneur*

Malcolm D. Knight

### *Sous-gouverneurs*

Pierre Duguay

Charles Freedman

W. Paul Jenkins

Sheryl Kennedy

### *Avocat général et secrétaire général*

Marcus L. Jewett, c.r.

### *Directeur de l'administration*

Daniel W. MacDonald

### *Conseillers*

Janet Cosier\*

Roy Flett

Clyde Goodlet

David Longworth

John Murray

Ron Parker

### *Conseiller spécial*

John Chant\*\*

### *Vérificateur interne*

Peter Koppe

### *Comptable en chef*

Sheila Vokey

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

\*\*Économiste invité

\*Membre du Comité de direction

# Cadres

---

## Marchés financiers

### *Chef :*

G.W.K. Pickering

### *Directeur du Bureau de Montréal :*

J.-P. Aubry

### *Directeur du Bureau de Toronto :*

H.R. MacKinnon

### *Sous-chef — Recherches et gestion du risque :*

M.L.A. Côté

### *Conseiller — Systèmes relatifs aux marchés financiers :*

N. Close

### *Directeur — Services des données et des systèmes et Équipe chargée de l'analyse et des opérations sur le marché :*

R.W. Morrow

### *Directrice — Systèmes de gestion de la dette et des encaisses de règlement et Gestion des réserves de change :*

D.L. Howard

### *Conseillers — Recherches :*

A.R.J. Gravelle; P.H. Thurlow

### *Chefs d'équipe :*

P.Y.D. Farahmand; M.P. Johnson; J.W. Kiff;

P.M. Muller; G. Ritchie; W. Speckert;

### *Chef d'équipe — Développement organisationnel :*

L.S. Young

### *Premier chercheur :*

G.C. Nowlan

### *Négociateurs-chercheurs principaux :*

W.A. Barker; R.R. Hannah; T.A. Hossfeld;

M.D. Larson; M.G. Whittingham

### *Analystes principaux :*

A.S. Andree; D. Bolder; J. De Leon; C. D'Souza;

F.M. Furlan; P. Hann; D.G. Johnson; M. King;

D.L. Merrett; M. Rochette; U. Ron; S.E. Toll

## BUREAU DE TORONTO

### *Directeur :*

H.R. MacKinnon

### *Analystes principaux :*

R.A. Ogradnick; Z.A. Lalani

## BUREAU DE MONTRÉAL

### *Directeur :*

J.-P. Aubry

### *Analyste principal :*

J.D.S. Boisvert

## Recherches

### *Chef :*

R.T. Macklem

### *Sous-chef :*

B.P.J. O'Reilly

### *Conseillers en recherches :*

R. Amano; A.C. Crawford

### *Conseiller en recherches — Analyse conjoncturelle :*

G.J. Stuber

### *Chefs adjoints :*

D. Coletti; R. Dion; G. Srouf

### *Coordonnatrice régionale :*

C. Dupasquier

### *Représentants principaux (analyse économique) — Provinces de l'Atlantique :*

D. Amirault

### *Calgary :*

D. Mc Manus

### *Montréal :*

L.-R. Lafleur

### *Toronto :*

F.M.B. Brady

### *Vancouver :*

F. Novin

### *Chercheurs principaux :*

R. Fay; R. Lalonde; J. Mair; S. Murchison; P. Perrier;

### *Analystes principaux :*

H.U. Khan; M. Kichian; C. Kwan; R. Luger;

M.-C. Montplaisir; G.L. Wilkinson; T.K.H. Yuen

## Cadres

---

### Études monétaires et financières

*Chef :*

J.G. Selody

*Sous-chef :*

J.M.P. St-Amant

*Conseillers en recherches :*

W.N. Engert; J. Kuszczak; S. O'Connor; G. Paulin

*Chefs adjoints :*

S. Hendry; D. Maclean; G. Tkacz; M.M. Tootle;  
C. Wilkins

*Chercheurs principaux :*

J. Atta-Mensah; K. Moran

*Analystes principaux :*

J.W. Armstrong; D.N. Côté; A. Daniel; R. Djoudad;  
C. Gauthier; P.D. Gilbert;

### Relations internationales

*Chef :*

J.E. Powell

*Sous-chef :*

S.V. Niven

*Conseillers en recherches :*

R.J.G.R. Lafrance; M.C.D. Lecavalier; L. Schembri

*Chefs adjoints :*

J.N. Bailliu; J.L.J. Jacob; M.S. Kruge

*Analystes principaux :*

M.D.S. Morin; P.N. Osakwe; J.F. Perrault; D. Tessier

### Opérations bancaires

*Équipe chargée de l'orientation stratégique*

*Chef :*

B.J.D.M. Schwab

*Directeurs :*

J. P. Reain; C.R.C. Spencer; L.M. Thomas

*Directeurs adjoints :*

S.A. Betts; P. de Swart; M.C.N. Gélinas; L. Hyland;

J.J.G. Marois; R.E. Ridley

*Directeur de Projet :*

R.L. Wall

*Conseillers scientifiques :*

S.E. Church; W.F. Murphy

*Consultants principaux :*

R.E. Allenby; R. Dzidek; R.P. Miller; W.J. Platt

*Consultants :*

J. Basile; W.T. Cook; S.L. Hill;

M.C.M. Lefebvre-Manthorp; P. Matte;

R. Renaud; C. Samuel; H. Wyse

*Conseillère en recherches:*

K.T. McPhail

*Agente (Ottawa) :*

N.J. Pearson

*Directrice régionaux — Agente :*

L. Laviolette (Montréal-Toronto)

*Directeurs régionaux :*

G. Bilkes (Vancouver)

R. Dolomont (Halifax)

H. Hooper (Calgary)

*Directeurs adjoints — Opérations :*

D.A. Ashwood (Toronto)

J.A.R. Tremblay (Montréal)

# Cadres

---

## Services à la Haute Direction et Services juridiques

*Avocat général et secrétaire général :*

M.L. Jewett

*Directrice, Services à la Haute Direction:*

C.G. Leighton

### Services juridiques

*Conseiller juridique principal :*

R.G. Turnbull

*Conseillères juridiques :*

M. Bordeleau; K. Davison

### Secrétariat de la Haute Direction

*Secrétaires adjoints :*

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

*Adjoints spéciaux :*

B.R. Auger; M.C.L.N. Harvey; E. Terrence

## Étude du régime de pension

*Directeur administratif :*

L.T. Requard

## Département des Communications

*Chef :*

B. Yemen

*Sous-chef et directrice, Affaires publiques et opérations :*

M.A.J. Charron

*Directeur, Communications relatives à la politique monétaire :*

D.S. Schuthe

*Directeurs adjoints :*

J. Bourque — Communications internes

M.L.Y. Brousseau — Service de traduction

H. Young — Affaires publiques

C. Larocque — Édition

N. Poirier — Planification et analyse

I.E. Vayid — Politique et consultation

*Consultants principaux :*

P.W. Badertscher; B. Eades

*Chef, Service de rédaction :*

J.E. Moxley/L.-A. Solomonian

*Sous-chef, Service de traduction :*

M.M.M. Renaud

*Agent des communications :*

S.W. Hall

## Services généraux

*Chef :*

G.T. Gaetz

### Gestion des relations avec les clients

*Responsables de l'expansion des secteurs d'activité, responsables principaux et partenaires stratégiques :*

J.-R. Bonin; G. Cazabon; L.R. McEwen; B.A. Nichols; E.D. Nymark

*Responsables de la prestation de services :*

M.-C.M. Lam; M.C.M. Sabourin

### Planification et soutien opérationnel :

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

B.A. Nichols; E.D. Nymark

*Consultante principale :*

K.L. Donohue

*Coordonnateur de la planification :*

S.F. White

*Architecte principale en technologie de l'information :*

S.R. Tennenhouse

*Chargés de projets principaux :*

H.M. Balon; M.M.M. Dagenais; M.J. Kameka;

W.J. Skof

### Project REOC

*Chef de projet :*

J.M. Gabie

*Représentantes des Services généraux :*

G. Cazabon; C.M. Sullivan

*Directeur :*

R.A.J. Julien

### Systèmes et solutions informatiques

*Directeur :*

C.J. Hemstead

*Chefs de service principaux :*

M.A. McCarthy; B.V. Riff

*Chargés de programmes :*

L.M. Saunders; C.B. Smith-Belisle; E.P. Tompkins; S.M. Webber

*Réalisateurs principaux :*

J.B. Chabot; J.E.M. Cléroux; M.V. Dern;

J.A.A. Gilbert; R.J. Hague; L.R. Hickey;

M.M.N.M. Letellier; D.L. Loomis-Bennett;

S.J. Morrissey; E.L. Newcombe; A.K.L. Santry;

K.L. Woodcock

# Cadres

---

## Services généraux (suite)

### Milieu de travail général

#### Directeur :

J.J. Otterspoor

#### Chefs de service principaux :

A.A. Audette; W. J.M. Reinburg; C.H. Scott;

D.L. Whitman

#### Responsables des services :

G.I. Ireland; E.G.M. Leduc; J.M.F.A. Lemieux;

A.G.J. Mageau; W.A. Pettipas; G.P. Price;

D.J. Schaffler

#### Chef de projet principale :

M.L. Fleming

#### Analystes techniques principaux :

D.R. Chandonnet; L.F. Coburn; H.A. Klee;

D.M. MacCara; J.W.P. Mallette; N. Rahemtulla;

D.W. Walker

#### Concepteur principal de techniques

##### informatiques :

M.C.A. Tong

#### Responsable d'immeuble, COAM :

J.Y.R. Richard

#### Responsable d'immeuble, COAT :

C.G. Buckingham

---

## Comptabilité et de services financiers

### Directeur et comptable en chef :

S. Vokey

#### Responsables des services :

R.D. Hepplewhite; R.S. Howland; M.L.L. Rhéaume;

W.D. Sinclair

#### Consultants principaux :

T.D.T. Nguyen; D.J. Rue

## Consultation et mise au point de stratégies liées aux ressources humaines

### Directeur des ressources humaines :

Poste vacant

### Initiatives stratégiques en ressources humaines

#### Conseiller fonctionnel :

J.H.C.J.-B. Montambault

#### Conseiller en ressources humaines :

K.D. MacDonald

#### Conseillère en relations avec les employés :

D.P. Larocque

#### Consultants principaux :

M.F.F. Girard; M.J.S. Henri; J. Killeen; J.D. Ormiston;

M. Simpson; B. Yee

## Prestation de services — Ressources humaines et gestion d'information

### Directrice :

M.N.J. Caron

#### Responsables des services :

C.M. Hunt; J. McBane; M.R.S. Mougeot

#### Chef du projet:

M.P. McBain

#### Archiviste :

R.C. Miller

#### Consultante principale :

A.P. Abels

## Bureau de gestion de la dette

### Conseiller, Opérations liées aux titres au détail :

R.L. Flett

#### Directeur :

D.M. Fleck

#### Conseiller chargé de la transition :

R.C. White

#### Directeurs adjoints :

B.A. Smith; C. Soulodre

#### Consultants principaux en affaires :

H. MacLean; J.P.C. Miner

## Vérification

### Vérificateur interne :

P. Koppe

### Vérification des technologies de l'information

#### Directeur :

D.N. Sullivan

#### Responsable des pratiques de vérification :

C.S. Reid

#### Agent de la vérification :

J.D. Lanthier

### Vérification opérationnelle

#### Directeur :

F.J. Mahoney

#### Responsables des pratiques de vérification :

C.E. Abela-Reid; R. Bertorelli

(Au 2 janvier 2002)



# Publications de la Banque du Canada

---

Pour plus de renseignements, y compris les tarifs d'abonnement, veuillez vous adresser au Service de la diffusion des publications, Services de communication, 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 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 ou par télécopieur sur abonnement)

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

**Les conférences Thiessen\***

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

**La transmission de la politique monétaire au Canada\***  
(publié en 1995). Offert au prix de 20 \$ CAN, plus la TSP et, s'il y a lieu, la taxe de vente provinciale.

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

## Actes de colloques

Taux de change et économie, juin 1992

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

## Actes de colloques (suite)

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\*

*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), 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. Laflèche)

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

## Documents de travail\*

### 2001

- 1 The Elements of the Global Network for Large-Value Funds Transfers  
(J. F. Dingle)
- 2 Exact Non-Parametric Tests for a Random Walk with Unknown Drift under Conditional Heteroscedasticity  
(R. Luger)
- 3 On Commodity-Sensitive Currencies and Inflation Targeting  
(K. Clinton)
- 4 On the Nature and the Stability of the Canadian Phillips Curve  
(M. Kichian)
- 5 Reactions of Canadian Interest Rates to Macroeconomic Announcements: Implications for Monetary Policy Transparency  
(T. Gravelle et R. Moessner)
- 6 The Zero Bound on Nominal Interest Rates: How Important Is It?  
(D. Amirault et B. O'Reilly)
- 7 Downward Nominal-Wage Rigidity: Micro Evidence from Tobit Models  
(A. Crawford et G. Wright)
- 8 How Rigid Are Nominal-Wage Rates?  
(A. Crawford)
- 9 Testing for a Structural Break in the Volatility of Real GDP Growth in Canada  
(A. Debs)
- 10 The Future Prospects for National Financial Markets and Trading Centres  
(C. Gaa, S. Lumpkin, R. Ogrodnik et P. Thurlow)
- 11 Gaining Credibility for Inflation Targets  
(J. Yetman)
- 12 Evaluating Linear and Non-Linear Time-Varying Forecast-Combination Methods  
(F. Li et G. Tkacz)
- 13 Predetermined Prices and the Persistent Effects of Money on Output  
(M. B. Devereux et J. Yetman)
- 14 L'effet de la richesse sur la consommation au États-Unis  
(Yanick Desnoyers)
- 15 Affine Term-Structure Models: Theory and Implementation  
(David Jamieson Bolder)
- 16 Implications of Uncertainty about Long-Run Inflation and the Price Level  
(Gerald Stuber)
- 17 Why Do Central Banks Smooth Interest Rates?  
(Gabriel Srouf)
- 18 Evaluating Factor Models: An Application to Forecasting Inflation in Canada  
(Marc-André Gosselin et Greg Tkacz)
- 19 Employment Effects of Restructuring in the Public Sector in North America  
(Pal Fenton, Irene Ip et Geoff Wright)
- 20 The Resolution of International Financial Crises: Private Finance and Public Funds  
(Andy Haldane et Mark Kruger)
- 21 A Consistent Bootstrap Test for Conditional Density Functions with Time-Dependent Data  
(Fuchun Li et Greg Tkacz)
- 22 On Inflation and the Persistence of Shocks to Output  
(Marai Kichian et Richard Luger)
- 23 Modelling Mortgage Rate Changes with a Smooth Transition Error-correction Model  
(Ying Liu)
- 24 Price-Level versus Inflation Targeting in a Small Open Economy  
(Gabriel Srouf)
- 25 New Phillips Curve with Alternative Marginal Cost Measures for Canada, the United States, and the Euro Area  
(Edith Gagnon et Hashmat Khan)
- 26 An Estimated Canadian DSGE Model with Nominal and Real Rigidities  
(Ali Dib)
- 27 The Monetary Transmission Mechanism at the Sectoral Level  
(Jean Farès et Gabriel Srouf)

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

# Tableaux synoptiques

---



Données mensuelles	Cible de maîtrise de l'inflation (taux sur douze 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 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)	
1998	J	1-3	1.1	1.5	4.50	5.00	4.28	-6.10	4.56	84.07	14.2	5.5	6.0	1.70	1.1	1.4	1.7	3.3	1.7
	F	1-3	1.0	1.6	4.50	5.00	4.71	-4.88	4.96	86.16	12.6	4.2	5.5	1.72	1.4	1.4	1.6	3.2	1.6
	M	1-3	0.9	1.5	4.50	5.00	4.68	-4.68	4.84	87.01	12.1	3.5	4.9	1.67	1.2	1.3	0.2	1.8	1.4
	A	1-3	0.8	1.2	4.50	5.00	4.73	-5.12	5.04	85.35	13.0	3.8	5.4	1.81	1.0	1.2	2.2	1.9	1.3
	M	1-3	1.1	1.3	4.50	5.00	4.74	-5.48	5.04	84.42	12.0	3.5	5.5	1.71	1.2	1.3	1.5	2.5	1.4
	J	1-3	1.0	1.1	4.50	5.00	4.74	-5.71	5.06	83.80	10.7	2.7	5.5	1.67	0.8	1.3	1.4	3.3	1.9
	J	1-3	1.0	1.2	4.50	5.00	4.77	-6.39	5.14	81.92	10.6	3.6	5.8	1.74	1.1	1.3	2.1	3.8	1.3
	A	1-3	0.8	1.2	5.50	6.00	4.72	-7.51	5.22	79.00	9.5	3.3	5.9	1.73	1.2	1.3	1.5	3.8	1.4
	S	1-3	0.7	1.1	5.25	5.75	5.73	-6.87	5.38	80.16	11.8	3.8	6.1	1.30	1.2	1.3	0.7	3.5	1.6
	O	1-3	1.0	1.2	5.00	5.50	5.23	-7.65	5.22	78.68	10.2	3.2	5.9	1.38	1.2	1.3	2.1	5.0	1.8
	N	1-3	1.2	1.5	4.75	5.25	4.95	-7.70	5.09	78.87	7.9	1.8	6.0	1.30	1.4	1.5	1.9	4.3	1.7
	D	1-3	1.0	1.3	4.75	5.25	5.11	-8.00	5.02	78.32	7.8	1.5	5.7	1.12	1.4	1.3	2.2	3.6	1.6
1999	J	1-3	0.6	0.9	4.75	5.25	4.99	-7.35	5.01	79.89	8.4	1.9	5.5	1.13	1.0	1.1	1.1	3.1	1.8
	F	1-3	0.7	0.9	4.75	5.25	5.00	-6.62	5.04	81.59	8.2	2.5	5.4	1.30	0.9	1.1	1.7	2.3	1.9
	M	1-3	1.0	1.1	4.50	5.00	4.99	-7.07	4.85	80.96	8.1	2.7	6.0	1.20	1.2	1.3	1.4	4.8	2.4
	A	1-3	1.7	1.3	4.50	5.00	4.78	-6.34	4.80	82.88	7.1	3.1	5.3	1.32	1.4	1.6	1.8	3.2	2.5
	M	1-3	1.6	1.4	4.25	4.75	4.59	-6.25	4.71	83.32	6.8	3.7	5.3	1.50	1.4	1.5	2.6	2.2	2.4
	J	1-3	1.6	1.5	4.25	4.75	4.60	-6.07	4.86	83.41	7.0	3.9	5.2	1.60	1.7	1.5	1.4	1.7	2.3
	J	1-3	1.8	1.6	4.25	4.75	4.61	-7.04	4.91	80.88	6.0	4.1	4.9	1.72	1.6	1.6	2.0	2.3	3.0
	A	1-3	2.1	1.6	4.25	4.75	4.62	-6.78	4.87	81.61	7.1	4.7	5.3	1.65	1.6	1.6	1.5	1.8	3.3
	S	1-3	2.6	1.9	4.25	4.75	4.58	-6.22	4.83	83.08	5.3	4.9	5.3	1.86	1.9	1.9	0.9	2.3	2.8
	O	1-3	2.3	1.6	4.25	4.75	4.61	-6.20	5.05	82.61	5.8	5.3	5.1	2.31	1.6	1.7	1.4	0.6	2.8
	N	1-3	2.2	1.4	4.50	5.00	4.77	-6.05	5.05	82.98	7.9	5.8	5.0	2.06	1.5	1.7	0.5	-	2.9
	D	1-3	2.6	1.4	4.50	5.00	4.76	-5.46	5.27	83.90	9.5	6.8	5.5	2.22	1.6	1.7	1.5	1.3	3.2
2000	J	1-3	2.3	1.2	4.50	5.00	4.77	-5.09	5.25	84.87	8.9	6.0	5.6	2.25	1.3	1.5	1.6	0.7	3.5
	F	1-3	2.7	1.3	4.75	5.25	4.97	-5.54	5.31	83.58	11.2	7.6	6.2	1.91	1.6	1.6	2.3	2.1	3.1
	M	1-3	3.0	1.4	5.00	5.50	5.25	-5.16	5.46	84.17	12.5	8.9	6.4	2.04	1.5	1.7	1.3	1.5	3.0
	A	1-3	2.1	1.1	5.00	5.50	5.26	-5.37	5.62	83.23	14.7	9.5	7.2	2.28	1.2	1.3	5.5	2.2	3.7
	M	1-3	2.4	1.1	5.50	6.00	5.75	-5.48	5.98	82.08	13.5	8.2	6.6	1.82	1.3	1.4	0.6	3.2	3.2
	J	1-3	2.9	1.3	5.50	6.00	5.75	-5.32	5.89	82.70	15.6	9.3	7.2	1.84	1.4	1.6	1.2	3.2	2.9
	J	1-3	3.0	1.2	5.50	6.00	5.73	-4.88	5.88	83.83	16.7	9.2	7.6	1.90	1.5	1.7	1.2	2.5	3.0
	A	1-3	2.5	1.2	5.50	6.00	5.75	-5.05	5.90	83.34	15.8	8.5	7.1	1.84	1.5	1.6	1.5	2.3	3.4
	S	1-3	2.7	1.0	5.50	6.00	5.74	-5.45	5.83	82.53	17.3	9.3	7.0	2.07	1.3	1.5	4.0	2.4	4.0
	O	1-3	2.8	1.3	5.50	6.00	5.75	-5.70	5.85	81.87	17.5	9.6	7.6	2.09	1.5	1.6	1.9	3.5	3.7
	N	1-3	3.2	1.5	5.50	6.00	5.75	-6.22	5.89	80.49	15.9	9.5	7.6	2.00	1.8	1.8	2.8	4.8	3.3
	D	1-3	3.2	1.8	5.50	6.00	5.80	-5.92	5.71	81.66	15.8	10.2	8.0	2.14	1.9	2.0	2.6	3.0	3.2
2001	J	1-3	3.0	1.8	5.25	5.75	5.49	-6.06	5.29	82.36	14.3	9.0	7.8	2.36	2.0	2.0	3.2	3.7	3.0
	F	1-3	2.9	1.7	5.25	5.75	5.49	-6.94	5.05	80.78	14.3	8.6	7.8	2.27	2.0	1.9	3.3	3.8	3.5
	M	1-3	2.5	1.8	4.75	5.25	4.99	-7.93	4.66	79.35	13.5	7.9	7.5	2.34	1.7	1.9	3.7	3.8	3.7
	A	1-3	3.6	2.3	4.50	5.00	4.74	-7.71	4.49	80.28	11.1	7.2	7.2	2.36	1.9	2.4	-0.2	4.3	3.5
	M	1-3	3.9	2.3	4.25	4.75	4.67	-7.60	4.49	80.54	11.4	8.7	7.8	2.45	2.0	2.5	2.9	3.8	4.0
	J	1-3	3.3	2.3	4.25	4.75	4.49	-7.03	4.38	82.21	9.8	7.7	7.2	2.36	1.9	2.4	3.1	2.8	3.8
	J	1-3	2.6	2.4	4.00	4.50	4.24	-7.70	4.22	80.97	9.4	8.0	7.0	2.28	2.1	2.4		2.6	3.3
	A	1-3	2.8	2.3	3.75	4.25	4.17	-8.28	3.96	80.18	8.9	8.5	7.1	1.99	2.1	2.3		2.5	2.5
	S	1-3	2.6	2.3	3.25	3.75	3.49	-9.69	3.19	78.65	11.6	10.8	7.8	2.18	2.0	2.3		3.4	2.3
	O	1-3	1.9	2.2	2.50	3.00	2.74	-10.59	2.45	78.28	12.1	11.0	8.0	1.71	1.8	2.1		1.3	2.5
	N	1-3	0.7	1.7	2.00	2.50	2.60	-10.78	2.17	78.50	13.9	13.3		1.91	1.5	1.7		0.6	3.0
	D				2.00	2.50	2.24	-10.94	2.08	78.33				1.93					

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



# A2 (Suite)

Taux d'utilisation des capacités		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 de prix en chaîne du PIB	Coûts unitaires de main-d'œuvre	Secteur public	Secteur privé	Total	Produits de base non énergétiques	Bons du Trésor à 3 mois	Obligations de référence à 10 ans du gouvernement canadien	Obligations à rendement réel à 30 ans du gouvernement canadien	
(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)	(21)	(22)	(23)	(24)	(25)	(26)	(27)	
84.4	80.8	5.0	4.3	4.6		5.2	5.2	5.9	3.1	12.23	9.56		1989
81.5	77.8	4.8	3.5	3.2		5.6	5.7	0.6	-5.2	11.51	10.34		1990
78.8	74.4	5.6	2.8	3.0		3.4	4.3	-11.2	-11.8	7.43	8.32	4.45	1991
78.4	76.0	1.5	1.8	1.4		2.0	2.6	-0.3	0.6	7.01	7.86	4.62	1992
80.2	79.7	1.8	2.1	1.5		0.6	0.8	0.5	3.0	3.87	6.57	3.78	1993
82.6	83.2	0.2	1.8	1.1		-	1.2	3.3	7.5	7.14	9.07	4.92	1994
81.7	83.2	2.2	2.3	2.3		0.7	1.4	8.3	11.1	5.54	7.11	4.42	1995
81.6	82.4	1.6	1.7	1.7		0.5	1.8	3.8	-1.2	2.85	6.37	4.09	1996
83.0	83.7	1.6	1.9	1.2		1.1	1.8	-3.7	-4.3	3.99	5.61	4.14	1997
82.6	83.7	0.9	1.3	-0.4	1.6	1.6	1.9	-15.3	-12.6	4.66	4.89	4.11	1998
83.5	84.5	1.7	1.4	1.4	1.5	1.9	2.7	6.7	1.5	4.85	6.18	4.01	1999
85.5	85.8	2.7	1.3	3.7	2.2	2.5	2.3	18.4	3.5	5.49	5.35	3.42	2000
								-6.0	-6.3	1.95	5.44	3.76	2001
83.5	84.2	0.5	0.8	0.8	-0.2	1.6	1.9	-11.0	-23.9	3.99	5.61	4.14	1997 IV
83.1	84.1	1.9	2.0	-0.4	3.5	2.1	2.3	-29.2	-16.3	4.59	5.34	4.03	1998 I
82.7	83.8	0.5	0.8	-0.4	2.5	1.7	1.7	-4.8	1.3	4.87	5.35	3.85	1998 II
81.9	82.5	0.4	1.0	-3.6	0.3	1.2	1.8	-16.9	-17.4	4.91	4.95	4.02	1998 III
82.5	84.3	1.2	1.4	-	1.7	1.7	2.0	-11.7	-13.1	4.66	4.89	4.11	1998 IV
82.6	83.8	1.2	1.0	0.8	0.7	1.3	2.2	5.9	10.0	4.63	5.05	4.16	1999 I
82.7	84.0	3.6	2.1	6.2	4.6	2.4	2.5	32.9	13.6	4.56	5.46	4.03	1999 II
84.1	85.2	2.7	2.1	3.2	-0.7	2.3	2.4	34.2	13.8	4.66	5.77	4.05	1999 III
84.7	85.1	1.9	0.5	1.6	0.6	2.1	3.8	14.5	1.4	4.85	6.18	4.01	1999 IV
85.7	86.0	2.5	0.6	4.4	3.3	2.3	2.8	30.1	20.0	5.27	6.03	3.80	2000 I
85.8	85.9	2.8	1.4	6.4	5.8	2.5	2.4	4.7	-4.9	5.53	5.93	3.77	2000 II
85.7	86.3	3.5	1.8	1.9	-1.2	2.6	1.9	5.8	-17.6	5.56	5.75	3.60	2000 III
84.9	85.1	3.6	2.2	1.1	2.8	3.1	2.2	17.0	-7.6	5.49	5.35	3.42	2000 IV
83.6	82.7	1.6	1.9	5.4	5.9	3.7	2.4	5.4	-2.2	4.58	5.41	3.45	2001 I
83.2	82.0	5.2	3.1	-0.7	-0.2	2.9	2.9	-14.3	24.8	4.30	5.73	3.53	2001 II
		0.6	2.2	-4.8				-36.2	-23.9	3.05	5.32	3.68	2001 III
								-43.4	-33.5	1.95	5.44	3.76	2001 IV
		-0.9	1.0		-0.2			-43.4	-33.5	1.95	5.44	3.76	
		0.3	0.3		0.7			2.5	0.1	5.49	5.35	3.42	2000 D
		-0.3	-		0.3			6.9	-0.3	5.11	5.39	3.36	2001 J
		0.3	0.1		0.7			-8.3	-0.8	4.87	5.36	3.39	2001 F
		0.2	0.3		-			-4.7	0.9	4.58	5.41	3.45	2001 M
		0.7	0.3		-0.3			1.7	1.6	4.43	5.66	3.61	2001 A
		0.5	0.2		-0.1			3.9	7.0	4.34	5.96	3.58	2001 M
		-	0.2		0.3			-5.3	-2.9	4.30	5.73	3.53	2001 J
		-0.2	0.3					-7.2	-5.8	4.07	5.76	3.66	2001 A
		0.2	0.1					0.8	0.3	3.80	5.36	3.68	2001 A
		0.1	0.2					-5.5	-3.9	3.05	5.32	3.68	2001 S
		-0.3	-					-10.3	-6.8	2.34	4.86	3.60	2001 O
		-0.6	-0.2					1.9	-0.3	2.07	5.36	3.68	2001 N
								-3.4	-1.1	1.95	5.44	3.76	2001 D

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

# A2 (Suite)

	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 É.-U. en dollars canadiens à midi
		Gouvernement du Canada	Ensemble des administrations publiques	Solde de la balance commerciale	Solde de la balance courante	
	1989	-4.2	-4.6	1.2	-3.9	1.1842
	1990	-4.9	-5.8	1.6	-3.4	1.1668
	1991	-5.4	-8.3	1.0	-3.7	1.1458
	1992	-5.1	-9.1	1.3	-3.6	1.2083
	1993	-5.4	-8.7	1.8	-3.9	1.2898
	1994	-4.5	-6.7	2.6	-2.3	1.3659
	1995	-3.9	-5.3	4.4	-0.8	1.3726
	1996	-2.0	-2.8	5.1	0.5	1.3636
	1997	0.7	0.2	2.9	-1.3	1.3844
	1998	1.0	0.5	2.5	-1.3	1.4831
	1999	0.8	1.6	3.9	0.2	1.4858
	2000	1.8	3.2	5.6	2.5	1.4852
	2001					1.5484
Taux annuels	1997 IV	1.6	1.3	2.3	-1.5	1.4084
	1998 I	0.8	0.4	2.2	-1.6	1.4301
	II	1.2	0.7	2.1	-1.6	1.4470
	III	1.0	0.4	2.9	-1.2	1.5140
	IV	1.0	0.4	2.8	-1.0	1.5423
	1999 I	0.7	0.6	3.5	-0.4	1.5116
	II	-0.2	1.2	3.5	-0.1	1.4730
	III	1.2	2.6	4.5	0.7	1.4860
	IV	1.7	2.0	4.1	0.4	1.4726
	2000 I	2.0	2.5	5.2	2.4	1.4538
	II	1.1	3.3	5.3	2.1	1.4808
	III	2.4	3.8	5.6	2.6	1.4822
	IV	1.9	3.3	6.4	3.2	1.5258
	2001 I	1.9	3.6	7.8	5.0	1.5280
	II	1.7	3.4	6.2	3.3	1.5409
	III	1.1	2.3	4.7	2.1	1.5453
	IV					1.5803
Trois derniers mois						1.5803
Taux mensuels	2000 D					1.5224
	2001 J					1.5032
	F					1.5218
	M					1.5585
	A					1.5575
	M					1.5415
	J					1.5244
	J					1.5304
	A					1.5402
	S					1.5677
	O					1.5712
	N					1.5924
	D					1.5775

# 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.
- (2-3) Variation sur douze mois de l'indice des prix à la consommation (Tableau H8). L'indice de référence correspond à l'IPC hors les huit composantes les plus volatiles, à savoir les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, le transport interurbain, le tabac et les intérêts sur prêts hypothécaires de même que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes de l'IPC.
- (4-5) La *fourchette opérationnelle* est la fourchette de 50 points de base établie par la Banque du Canada pour l'évolution du taux moyen auquel les courtiers en valeurs mobilières financent au jour le jour leurs stocks de titres du marché monétaire.
- (6) *Taux du financement à un jour*. Il s'agit d'une estimation faite par la Banque du Canada. Cette mesure comprend le taux du financement obtenu par les principaux négociants du marché monétaire sous forme d'opérations générales de nantissement, notamment de pensions spéciales conclues avec la Banque du Canada, et sous forme de prêts à vue et de swaps de devises. Avant 1996, toutes les opérations de pension étaient exclues à l'exception de celles qui étaient conclues directement avec la Banque du Canada. Ces dernières sont prises en compte dans les calculs depuis 1995.
- (7) *L'indice des conditions monétaires (ICM)* est une somme pondérée des variations qu'enregistrent le taux du papier commercial à 90 jours et l'indice C-6 des cours du dollar canadien pondérés en fonction des échanges commerciaux (voir la note technique publiée dans la livraison de l'hiver 1998-1999 de la *Revue de la Banque du Canada*, pages 125 et 126). L'ICM correspond à la somme des variations du taux d'intérêt et du tiers des variations du taux de change. La Banque ne s'efforce pas, à court terme, de maintenir l'ICM à un niveau précis. Voir la livraison de mai 1995 du *Rapport sur la politique monétaire*, page 15.
- (8) *Taux du papier commercial à 90 jours*. Il s'agit d'une estimation, faite à la Banque du Canada, des taux effectivement pratiqués sur le marché par les principaux emprunteurs à la date indiquée.
- (9) L'indice C-6 est une moyenne pondérée des cours du dollar canadien par rapport aux grandes monnaies. (Voir la note technique publiée dans la livraison d'hiver 1998-1999 de la *Revue de la Banque du Canada*, pages 125 et 126.) Les poids attribués aux divers pays s'appuient sur le volume des échanges commerciaux du Canada avec chacun de ces pays au cours des années 1994, 1995 et 1996. L'année de base de l'indice est 1992 (c'est-à-dire que l'indice C-6 est égal à 100 en 1992). L'indice C-6 est plus large que l'indice auparavant utilisé, qui était fondé sur les monnaies des pays du Groupe des Dix, puisqu'il inclut tous les pays de l'Union économique et monétaire européenne.
- (10) M1 brut : Monnaie hors banques, plus les comptes de chèques des particuliers, les comptes courants et les corrections apportées à M1 qui sont décrites dans les notes relatives au Tableau E1 (*Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada*)
- (11) M1++ : M1+ plus les dépôts à préavis non transférables par chèque dans les banques, 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
- (12) M2++ : M2+ plus les obligations d'épargne du Canada, les montants cumulatifs nets versés dans les fonds communs de placement autres que les fonds du marché monétaire en dollars canadiens (lesquels sont déjà comptabilisés dans M2+)

- (13) L'écart de rendement entre les *obligations classiques* et à *rendement réel* est calculé en fonction de la moyenne des cours acheteur et vendeur, à la clôture, d'une émission d'obligations à long terme prédéterminée. Les variations des taux de rendement observées sur une période peuvent être partiellement imputables au remplacement de l'émission par une autre plus pertinente. Le rendement des obligations à rendement réel est calculé en fonction de la moyenne des cours acheteur et vendeur établie à la clôture le dernier mercredi du mois et se rapporte aux obligations à rendement réel 4,25 % arrivant à échéance le 1<sup>er</sup> décembre 2026. Avant le 7 décembre 1995, l'émission de référence était l'émission 4,25 % échéant le 1<sup>er</sup> décembre 2021.
- (14-15) IPCX exclut les huit composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. IPCP multiplie chacune des pondérations des composantes du panier de l'IPC par un facteur qui est inversement proportionnel à la variabilité de la composante. Pour plus de renseignements, voir l'article intitulé « Mesures statistiques du taux d'inflation tendanciel » et publié dans la livraison d'automne 1997 de la *Revue de la Banque du Canada*, pages 29-47.
- (16) *Coûts unitaires de main-d'œuvre*. Il s'agit du revenu total du travail par unité produite (PIB réel aux prix de base).
- (17) IPPI : Indice des prix des produits industriels. Cet indice englobe les prix des produits finis qui sont les plus couramment utilisés à des fins de consommation immédiate ou d'investissement.
- (18) Les chiffres relatifs aux gains horaires moyens des employés permanents sont tirés de la publication de Statistique Canada intitulée *Information population active* (n° 71-001 au catalogue).

## 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.

Les données relatives aux taux d'utilisation des capacités, colonnes 15 et 16, sont tirées de la publication trimestrielle de Statistique Canada intitulée *Taux d'utilisation de la capacité dans les industries manufacturières 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.

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

## A2 (suite)

- (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, les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire, les caisses populaires et les credit unions, moins les dépôts interbancaires à préavis non transférables par chèque, auxquels s'ajoutent les corrections effectuées pour assurer la continuité des données
- (4) M2+ : M2 plus les dépôts dans les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire et dans les caisses d'épargne publiques, les dépôts et les parts sociales dans les caisses populaires et les credit unions, les rentes individuelles offertes par les compagnies d'assurance vie, les fonds communs de placement du marché monétaire et les corrections apportées à M2+ qui sont décrites dans les notes relatives au Tableau E1
- (5) M2++ : M2+ plus les obligations d'épargne du Canada, les montants cumulatifs nets versés dans les fonds communs de placement autres que les fonds du marché monétaire en dollars canadiens (lesquels sont déjà comptabilisés dans M2+)
- (6) Crédits à court terme aux entreprises (Tableau E2)
- (7) Ensemble des crédits aux entreprises (Tableau E2)
- (8) Crédit à la consommation dans les institutions présentant un relevé mensuel (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 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) Taux d'utilisation des capacités dans l'ensemble des industries productrices de biens non agricoles
- (16) Taux d'utilisation des capacités dans les industries manufacturières
- (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 Développement des ressources humaines Canada. Elles représentent l'augmentation annuelle effective du taux de rémunération de base stipulée dans les nouvelles conventions collectives (assorties ou non de clauses de vie chère) et ne concernent que les unités de négociation comptant au moins 500 employés.
- (23-24) Indices des prix des produits de base de la Banque du Canada : indice global et indice hors énergie (Tableau H9)
- (25) Le rendement des *bons du Trésor* est calculé en fonction de la moyenne des cours acheteur et vendeur types observés le mercredi indiqué.
- (26-27) *Quelques rendements d'obligations types du gouvernement canadien*. Les taux indiqués sont calculés en fonction de la moyenne des cours acheteur et vendeur, à la clôture, de certaines émissions d'obligations du gouvernement canadien dont les échéances correspondent à peu près à celles indiquées. Les variations des taux de rendement observées sur une période peuvent être partiellement imputables au remplacement d'une émission par une autre plus pertinente. Le rendement des *obligations à rendement réel* est calculé en fonction de la moyenne des cours acheteur et vendeur établie à la clôture le dernier mercredi du mois et se rapporte aux obligations à rendement réel 4,25 % arrivant à échéance le 1<sup>er</sup> décembre 2026. Avant le 7 décembre 1995, l'émission de référence était l'émission 4,25 % échéant le 1<sup>er</sup> décembre 2021.
- (28-29) Les données relatives à l'excédent ou au déficit budgétaire de l'État sont tirées des *Comptes nationaux des revenus et dépenses* (n° 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)

