

REVUE DE LA BANQUE DU CANADA

Hiver 2002-2003

Information and Complaint.

PROVINCE OF CANADA,
County of Huron, (one of the United Counties
of Huron and Bruce.)

The Information and Complaint of *Arthur Knott* of the Township of *Hulletts* taken this *Twentyeth* day of *December* in the year of our Lord 1862. before the undersigned, *one* of Her Majesty's Justices of the Peace, in and for the Counties aforesaid, who saith that *two persons by the name of John Shannon and Matthew Duffy* upon the *Twentyeth* inst. at toll gate number 8 in the Township of *Hulletts* offer and try to pass for the payment of toll a one dollar bill of the *Commercial Bank of Canada* its denomination being altered to a five, and when said bill was challenged by this deponent, so bad another bill upon the *Western Bank of Canada* denominating a five was offered for payment, which was bad also, by the same parties, contrary to the Statute in such case made and provided and this deponent further maketh oath and saith that *Patrick McElwan* and *Arvin Knott* are material witnesses in behalf of this complainant.

Arthur Knott

Sworn before me the day and year first above mentioned, at *Clinton*

George Brown J.P.





Membres du Comité de rédaction

Dave Longworth
président

Pierre Duguay
Charles Freedman
Clyde Goodlet
Paul Jenkins
Sheryl Kennedy
Tiff Macklem
John Murray
Ron Parker
George Pickering
James Powell
Denis Schuthe
Jack Selody
Andrew Spence

Maura Brown
rédactrice

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*
Clyde Goodlet
David Longworth
John Murray
Ron Parker

Conseiller spécial
Andrew Spence**

Vérificateur interne
David Sullivan

Chef de la Comptabilité
Sheila Vokey

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

** Économiste invité

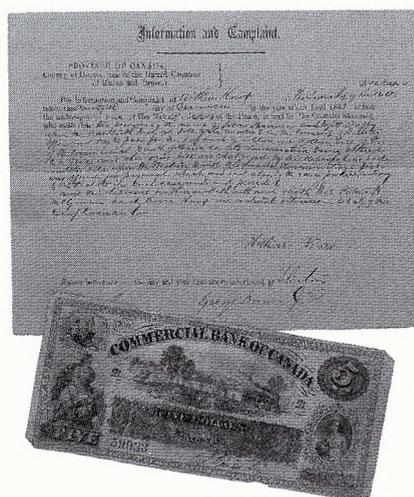
La *Revue de la Banque du Canada* est publiée trimestriellement sous la direction du Comité de rédaction, auquel incombe la responsabilité des pages de rédaction. Le contenu de la *Revue* peut être reproduit ou cité dans la mesure où le nom de la publication ainsi que la livraison d'où sont tirés les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

ISSN 0045-1460

5061

Imprimé au Canada sur papier recyclé



Revue de la Banque du Canada

Hiver 2002-2003

Articles

L'évolution récente de la législation financière du Canada	3
Les régimes de change dans les économies émergentes	19
Transparence et réaction des taux d'intérêt à la publication périodique des données macroéconomiques	31
Résumé du colloque <i>Structure et dynamique des marchés financiers</i>	39

Discours

Introduction	45
La promotion de la prospérité économique et financière du Canada	47

Annonces diverses

Conseil d'administration, Haute Direction et cadres de la Banque du Canada	53
Publications de la Banque du Canada	59
Tableaux synoptiques	63
Notes relatives aux tableaux	69

Couverture

Une affaire de billets falsifiés qui remonte au XIX^e siècle

Depuis toujours, l'argent suscite l'intérêt des personnes avides de s'enrichir de façon rapide, fût-elle malhonnête. Il s'est ainsi trouvé des escrocs pour fabriquer de la fausse monnaie, mettre en circulation des billets, authentiques en apparence mais issus de banques fictives, voire émettre de grandes quantités de billets authentiques, mais qu'il était impossible de se faire rembourser parce qu'ils provenaient d'institutions sous la coupe des malfaiteurs. Une fraude courante au XIX^e siècle consistait à augmenter la valeur nominale des billets en altérant les chiffres indiquant la coupure.

Parfois, l'altération était si bien faite que les gens ne se rendaient pas compte de la supercherie. Mais il arrivait aussi, comme dans le cas du billet illustrant la couverture, que la tentative de fraude soit découverte, ce qui ne présageait rien de bon pour le faux-monnayeur. La Collection nationale de monnaies détient des documents relatifs à un procès tenu au XIX^e siècle dans le sud-ouest de l'Ontario qui témoignent de la façon dont certains billets falsifiés étaient mis en circulation, ainsi que de la procédure suivie pour rendre le verdict de culpabilité. Parmi ces documents figurent un billet de 1 \$ de la Banque Commerciale du Canada, dont la valeur nominale avait été portée à 5 \$, la plainte formulée contre les accusés (ces deux pièces sont reproduites en couverture), la déposition de deux témoins, celle de l'agent qui a procédé à l'arrestation et le verdict rendu.

Il ressort du dossier que deux individus se présentèrent, en décembre 1862, au péage n^o 8 du canton de Hullett et tentèrent de refiler un billet à valeur augmentée à l'agent en poste, Arthur Knox. Celui-ci s'aperçut toutefois de la tentative de fraude et porta immédiate-

ment plainte. Les policiers locaux interrogèrent alors les suspects à la taverne du quartier, où ils perquisitionnèrent et mirent à jour une grande quantité de billets louches. Manifestement, au moins l'un des deux présumés faux-monnayeurs fut arrêté, puis jugé, en avril 1863, aux assises du printemps. Il fut déclaré coupable, mais on ignore la sentence prononcée contre lui. Ce qui est sûr, c'est que de telles tentatives de contrefaçon valaient souvent à leurs auteurs de longues peines de travaux forcés dans l'une des prisons de la province.

Le billet incriminé, qui faisait partie des pièces à conviction, est un billet authentique dont le centre a été raturé et peint en vert pour éliminer tout indice de sa vraie valeur. Les gros chiffres et la mention en toutes lettres de la coupure ont été collés sur les éléments originaux du billet, dans les coins supérieur droit et inférieur gauche, dans l'intention délibérée de créer une coupure de plus grande valeur. Malheureusement pour l'accusé, les dessins des coupures en question ne se ressemblaient pas du tout. Le vrai billet de 5 \$ comportait des vignettes à l'effigie d'un géomètre et d'un homme muni d'une pioche et d'une pelle, et non pas l'autochtone et la petite fille représentés sur le billet de 1 \$ falsifié.

Cette affaire rappelle que, même de nos jours, il importe de bien connaître et d'examiner les billets dont nous nous servons quotidiennement.

Le billet et le document judiciaire reproduits en couverture font partie de la Collection nationale de monnaies de la Banque du Canada.

Photographie : Gord Carter, Ottawa.

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

Revue de la Banque du Canada (publication trimestrielle)

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

Statistiques bancaires et financières (publication mensuelle)

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

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

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

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

L'évolution récente de la législation financière du Canada

Fred Daniel, département des Études monétaires et financières

- *La législation fédérale canadienne sur les institutions financières est révisée au moins tous les cinq ans. Sa plus récente mise à jour a eu lieu en octobre 2001, avec l'adoption du projet de loi C-8.*
- *Le principe voulant que les grandes banques soient à participation multiple est maintenu.*
- *Le nouveau cadre législatif prévoit une option de société de portefeuille pouvant fournir davantage de souplesse aux banques et aux sociétés d'assurance vie en ce qui a trait à la structure de leurs activités.*
- *Un mécanisme d'examen des projets de fusion entre grandes banques a été mis en place.*
- *On a créé l'Agence de consommation en matière financière du Canada, qui veille à ce que les institutions financières fédérales respectent les dispositions législatives se rapportant à la protection des consommateurs.*
- *La nouvelle Loi canadienne sur les paiements modifie les règles de l'Association canadienne des paiements ainsi que le mode de gouvernance du système de paiement et les conditions d'adhésion à celui-ci.*

En 1992, année où des changements importants ont été apportés aux lois régissant les institutions financières fédérales¹, la pratique consistant à réviser périodiquement la *Loi sur les banques* a été étendue à l'ensemble de la législation applicable aux institutions financières fédérales. Plus récemment, le 24 octobre 2001, les dispositions prévues dans le projet de loi C-8 sur la réforme du secteur financier canadien² ont été mises en œuvre par suite de l'entrée en vigueur de certains des principaux règlements techniques essentiels à leur application. Le projet de loi C-8, qui marquait l'aboutissement d'un processus amorcé en 1996, visait à réformer le cadre législatif applicable au secteur financier. Ce dernier comprend les banques canadiennes et étrangères, les sociétés d'assurance, les sociétés de fiducie, les coopératives de crédit et d'autres institutions financières.

Le présent article passe en revue les changements importants qu'a subis le cadre législatif du secteur des services financiers au cours de la dernière décennie et donne un aperçu de certaines des principales dispositions du projet de loi C-8. La première partie de l'article présente une rétrospective des grandes vagues de restructuration observées dans ce secteur depuis le début des années 1990. La seconde porte sur les changements d'ordre législatif qui ont touché les institutions financières fédérales de 1992 à 2001, notamment aux chapitres de la supervision des institutions et de l'assurance-dépôts ainsi que de la surveillance générale des systèmes de paiement et des

1. Consulter l'article de Daniel, Freedman et Goodlet (1992-1993) pour un aperçu de l'évolution des lois ayant régi le secteur financier canadien avant le début des années 1990 et un examen plus détaillé du cadre législatif de 1992.

2. Projet de loi C-8, *Loi constituant l'Agence de la consommation en matière financière et modifiant certaines lois relatives aux institutions financières*. Les mesures qui y sont énoncées avaient été présentées au Parlement en juin 2000 dans le cadre du projet de loi C-38, mort au Feuilleton lorsque le déclenchement des élections fédérales de 2000 a entraîné la dissolution du Parlement.

autres systèmes de compensation et de règlement. L'article décrit ensuite dans ses grandes lignes le processus ayant mené à l'adoption, en 2001, du nouveau cadre législatif ainsi que certaines des mesures importantes prévues par celui-ci. Il analyse enfin la nouvelle *Loi canadienne sur les paiements*, notamment la question de l'élargissement de l'accès au système de paiement.

Restructuration du secteur financier

Le secteur financier canadien a subi des changements considérables au cours de la dernière décennie, sous l'effet de facteurs tels que la mondialisation, les progrès techniques et un taux d'inflation bas et stable. L'évolution démographique a aussi joué un rôle non négligeable, le vieillissement de la population ayant entraîné un intérêt accru pour l'épargne-retraite et l'accumulation d'actifs chez les particuliers. Cette transformation du comportement en matière d'épargne a contribué à une convergence des fonctions parmi les institutions financières, qui se sont mises en quête de moyens pour développer au maximum leurs activités de gestion d'actifs et de patrimoine.

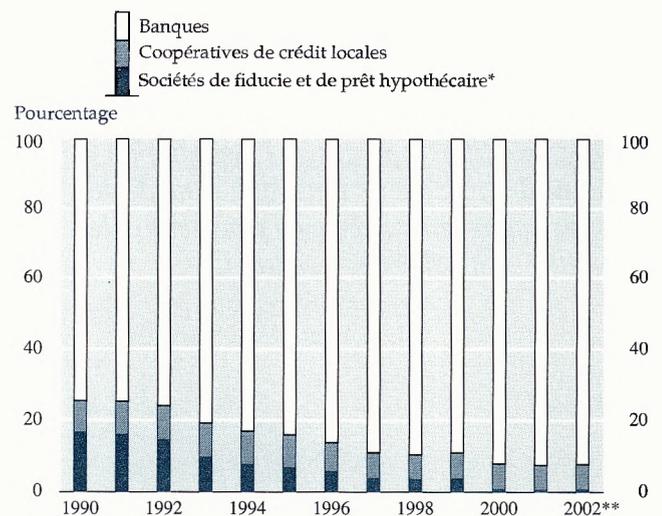
D'importantes mesures législatives ont également facilité ces changements. Au fil des ans, le législateur a répondu aux vœux des institutions financières désireuses de diversifier leurs activités, de sorte que la ligne de démarcation entre les différents types d'institutions financières est devenue de plus en plus floue. On a assisté en outre à la création de grands groupes financiers, ou conglomérats, offrant un large éventail de produits et de services financiers. Cette tendance a été particulièrement manifeste dans le secteur bancaire, où certaines institutions possèdent des filiales spécialisées dans différents services financiers³. La restructuration opérée ces dernières années a aussi été caractérisée par la démutualisation de plusieurs grandes sociétés d'assurance vie (voir p. 6).

Par ailleurs, les fusions et les acquisitions ont été nombreuses ces 15 dernières années parmi les institutions de dépôt. Les banques à charte ayant acquis plusieurs grandes sociétés de fiducie, les

sociétés de fiducie autres que celles contrôlées par les banques tiennent aujourd'hui une place relativement limitée dans le secteur des institutions de dépôt (voir Graphique 1). Quant aux sociétés d'assurance vie, elles ont non seulement connu une vague de fusions et d'acquisitions, mais certaines d'entre elles ont fait faillite, tandis que d'autres, d'origine étrangère, ont plié bagage après avoir cédé leur portefeuille d'assurances à des compagnies canadiennes. Les acquisitions intersectorielles entre institutions de dépôt et sociétés d'assurance n'ont pas joué un rôle déterminant dans le regroupement observé au sein du secteur financier canadien.

En ce qui a trait à l'étendue géographique de leurs activités, les banques canadiennes effectuent depuis longtemps des opérations à l'étranger, dont les résultats sont comptabilisés principalement en devises. Cette présence reflète l'intensité des échanges commerciaux du Canada de même que la sophistication des banques du pays et les efforts qu'elles déploient afin de trouver des possibilités d'expansion à l'étranger. Les avoirs libellés en devises représentent environ 40 % de l'actif total des banques canadiennes (voir Graphique 2). Certaines d'entre elles ont axé leur stratégie sur le marché de l'Amérique du Nord et sur des activités telles que la gestion de patrimoine, les services de banque d'investissement, les services bancaires aux grandes entreprises et les services

Graphique 1
Actif total des institutions de dépôt canadiennes



*À l'exclusion de celles qui appartiennent à des banques

**Données arrêtées au deuxième trimestre

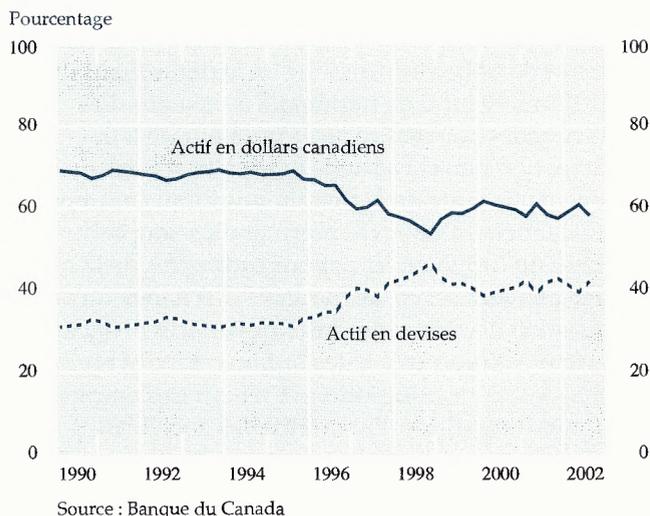
Source : Banque du Canada

3. En 1987, par exemple, les institutions financières fédérales ont été autorisées à posséder des maisons de courtage de valeurs. Les grandes banques ont depuis beaucoup investi dans ce domaine, en acquérant des firmes existantes ou en mettant sur pied leurs propres opérations. Aujourd'hui, les filiales de courtage des banques dominent le marché des services de courtage complets et intégrés, tandis que plusieurs petits courtiers offrent des services spécialisés aux particuliers et à des clients institutionnels.

bancaires électroniques. Les opérations internationales des sociétés canadiennes d'assurance vie ont également gagné en importance. Plus de la moitié de l'ensemble des primes que ces sociétés perçoivent proviennent de l'étranger, comparativement à un peu plus du tiers en 1990 (voir Graphique 3).

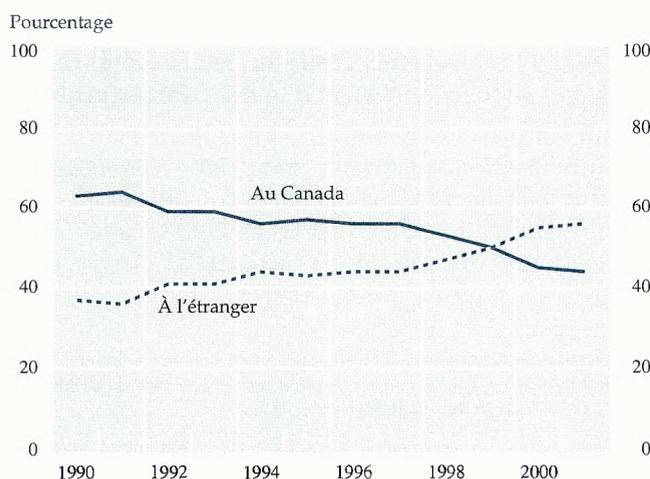
Graphique 2

Évolution comparée de l'actif en dollars canadiens et en devises des banques canadiennes



Graphique 3

Primes perçues par les sociétés canadiennes d'assurance de personnes



Source : *Faits sur les assurances de personnes au Canada* (édition 2002)
Données englobant les sociétés constituées en vertu d'une loi fédérale ou provinciale

Évolution du cadre législatif de 1992 à 2001

Législation régissant les institutions financières fédérales

Pour veiller à ce que le processus de mise à jour du cadre réglementaire relatif aux institutions financières fédérales⁴ soit mis à jour de façon plus systématique, le gouvernement a commencé en 1992 à intégrer dans les lois pertinentes une disposition de temporisation exigeant que celles-ci soient révisées tous les cinq ans⁵. Les principales lois formant ce cadre sont la *Loi sur les banques*, la *Loi sur les sociétés d'assurances*, la *Loi sur les sociétés de fiducie et de prêt* et la *Loi sur les associations coopératives de crédit*.

Les modifications de 1992

Les mesures législatives de 1992 ont poursuivi l'élimination des barrières juridiques qui se dressaient entre les activités des divers types d'institutions financières. Des modifications en profondeur ont ainsi été apportées aux lois régissant les banques, les sociétés de fiducie et les sociétés d'assurance, notamment pour ce qui touche aux pouvoirs des institutions financières, au régime de propriété et à la façon de gérer les cas d'opérations intéressées⁶ et de conflits d'intérêts.

Ces modifications ont donné aux institutions financières fédérales la possibilité de diversifier leurs opérations, par l'exploitation de filiales et un élargissement de leurs pouvoirs internes⁷. Les institutions non autorisées à offrir des services fiduciaires (p. ex., services

4. Au Canada, les banques relèvent de la compétence exclusive du gouvernement fédéral, tandis que les sociétés de fiducie et de prêt et les sociétés d'assurance vie peuvent être constituées en vertu d'une charte fédérale ou provinciale. Les coopératives de crédit relèvent de la compétence des provinces, à l'exception de la Centrale des caisses de crédit du Canada, une organisation nationale qui fournit des services de soutien financier et technique aux caisses et qui est constituée sous le régime fédéral.

5. Par cette pratique, le Canada se distingue de la plupart des autres pays. Évidemment, le gouvernement peut modifier la législation avant l'échéance de cinq ans s'il juge que certains problèmes exigent une solution immédiate. Des diverses lois applicables aux institutions financières, la *Loi sur les banques* était la seule, avant 1992, à comporter une disposition de temporisation prévoyant une révision tous les 10 ans.

6. L'expression « opérations intéressées » s'entend principalement des opérations entre une institution financière et sa société mère, ou encore les sociétés affiliées non financières et non réglementées de la société mère.

7. Ces pouvoirs étaient assujettis à certaines restrictions. En particulier, la fourniture de la plupart des produits d'assurance dans le cadre d'un réseau faisant appel aux succursales d'institutions de dépôt à charte fédérale était limitée, et les institutions financières à charte fédérale ne pouvaient faire du crédit-bail automobile ni être propriétaires d'une société de crédit-bail automobile.

d'administrateur et d'exécuteur testamentaire), comme les banques et les sociétés d'assurance vie, ont acquis le droit de posséder des sociétés de fiducie. De même, les banques et les sociétés de fiducie et de prêt pouvaient désormais devenir propriétaires de sociétés d'assurance. Enfin, les institutions réglementées à participation multiple autres que les banques ont été autorisées à contrôler des banques de l'annexe II (c.-à-d. à propriété restreinte) sans être tenues, comme d'autres entités, de céder une part importante de leur participation dans un délai de 10 ans⁸. En ce qui concerne les pouvoirs internes, les sociétés d'assurance vie pouvaient dorénavant, en règle générale, se livrer à toutes les activités de prêt aux consommateurs et aux entreprises, et les banques ont été autorisées à fournir des conseils en matière de gestion de portefeuille. Grâce aux modifications apportées en 1992, les institutions financières canadiennes ont pu se transformer en conglomérats actifs dans divers domaines financiers. Toutefois, en raison des limitations imposées à leurs investissements dans les entreprises non financières, elles n'ont pu devenir des banques universelles entretenant des liens en aval avec des entreprises commerciales.

Les mesures législatives de 1992 ont aussi tenu compte de la nécessité de remédier à une iniquité sur le plan de la concurrence, à savoir l'obligation faite aux banques — et non aux autres institutions de dépôt — de maintenir des réserves non rémunérées. Les exigences imposées aux banques en matière de réserves ont été abolies graduellement sur une période de deux ans, éliminant ainsi le caractère inéquitable des règles auxquelles étaient tenues des institutions engagées dans les mêmes activités.

Les modifications de 1997

En 1997, l'examen de la législation applicable aux institutions financières visait essentiellement à déterminer si les changements majeurs introduits en 1992 donnaient les résultats escomptés. On jugea que le cadre juridique fonctionnait effectivement bien dans l'ensemble, et seules de légères mises au point furent apportées à la législation. Les modifications de 1997 comportaient également des dispositions au sujet de la protection des renseignements personnels et de la vente liée.

8. Voir la note 23 pour une description plus détaillée des banques de l'annexe II.

Démutualisation des sociétés d'assurance vie

Une loi autorisant la démutualisation des grandes sociétés mutuelles d'assurance vie du Canada (c.-à-d. celles appartenant à des souscripteurs de police) a été adoptée en mars 1999 afin de leur permettre de se transformer en sociétés par actions (appartenant à des actionnaires). La loi énonçait les procédures que les sociétés devaient observer pour se démutualiser, notamment l'obligation pour elles d'obtenir l'approbation des souscripteurs ayant droit de vote. Le régime prévoyait aussi un certain nombre de mesures garantissant la protection des intérêts des titulaires de police tout au long de la démutualisation. Cette dernière offre de nombreux avantages. Les souscripteurs peuvent réaliser la valeur de leur participation dans la société, grâce aux actions qu'ils reçoivent à la suite de la démutualisation; l'entreprise peut bénéficier d'un accès accru et plus souple aux marchés de capitaux; les actions ordinaires de la société peuvent servir de monnaie d'échange lors de l'acquisition d'autres entreprises de services financiers; la société peut recourir à des options et à des régimes d'achat d'actions pour attirer et retenir des employés hautement qualifiés. Par contre, les sociétés démutualisées peuvent devenir la cible d'offres publiques d'achat.

La loi exigeait que, dans les deux ans suivant la démutualisation, les sociétés d'assurance concernées restent à participation multiple, ce qui signifie qu'aucun particulier ni aucune entité ne pouvait en détenir plus de 10 % des actions. En outre, les fusions et acquisitions de sociétés démutualisées étaient interdites durant cette période de transition de deux ans⁹. Ces restrictions visaient à donner à la direction des sociétés nouvellement transformées le temps de s'adapter au fonctionnement d'une société par actions.

Avant l'entrée en vigueur de la loi relative à la démutualisation, quatre des cinq principales sociétés d'assurance vie du Canada étaient constituées en sociétés mutuelles. Un an après, les cinq sociétés étaient toutes des sociétés par actions¹⁰.

9. La législation financière de 2001 prévoyait une échéance commune — le 31 décembre 2001 — pour la période de transition de deux ans applicable aux sociétés d'assurance démutualisées (voir p. 11).

10. Les sociétés suivantes se sont démutualisées après l'entrée en vigueur de la loi : La Compagnie d'Assurance du Canada sur la Vie, La Compagnie d'Assurance-Vie Manufacturers, Sun Life du Canada, Compagnie d'Assurance-Vie et Clarica, compagnie d'assurance sur la vie (auparavant La Mutuelle du Canada, Compagnie d'Assurance sur la Vie).

Établissement de succursales de banques étrangères au Canada

En juin 1999, le gouvernement a adopté une mesure législative pour permettre aux banques étrangères d'exercer leurs activités au Canada sans devoir mettre sur pied des filiales constituées sous le régime des lois canadiennes¹¹. Les banques étrangères peuvent établir des succursales à service complet ou des succursales de prêt. Les premières sont autorisées à accepter des dépôts de 150 000 \$ au minimum, tandis que les secondes ne peuvent recevoir de dépôts du public et sont tenues de contracter des emprunts auprès d'autres institutions financières uniquement¹². Mis à part ces conditions, les succursales de banques étrangères ont essentiellement les mêmes pouvoirs commerciaux que les filiales de banques étrangères et les banques nationales.

La décision d'autoriser les banques étrangères à ouvrir des succursales au Canada visait notamment à leur permettre de tirer parti de leur solide assise financière dans leur pays d'origine pour financer des activités de crédit au Canada. Les succursales de banques étrangères n'étant pas autorisées à recevoir les dépôts des particuliers, elles sont assujetties à des exigences réglementaires un peu moins strictes que ce n'est le cas des filiales de banques étrangères. Dans l'ensemble, le régime d'entrée des banques étrangères offre à ces dernières une plus grande souplesse en ce qui a trait à la prestation de services financiers au Canada. Les banques étrangères qui désirent offrir principalement des services bancaires commerciaux au Canada peuvent y exercer leurs activités par l'entremise de succursales; celles qui entendent accepter des dépôts du public ont aussi la possibilité d'établir à cette fin une filiale distincte au Canada. (Le Graphique 4 fait état de l'actif total des filiales et des succursales de banques étrangères¹³.)

11. En février 1997, le gouvernement a annoncé son intention d'autoriser les banques étrangères à ouvrir des succursales au Canada. Plus tard la même année, il a publié un document de consultation sur l'entrée des banques étrangères au pays.

12. Le fait de fournir de l'assurance-dépôts à des entités régies au départ par des instances étrangères et dépourvues de personnalité morale au Canada pouvait poser un risque prudentiel. C'est pourquoi des restrictions ont été imposées au chapitre des dépôts que les succursales de banques étrangères peuvent recevoir des particuliers.

13. En décembre 2002, 68 banques étaient en activité au Canada, dont 15 banques nationales, 33 filiales de banques étrangères, 17 succursales à service complet de banques étrangères et 3 succursales de prêt de banques étrangères.

Graphique 4

Actif total des filiales et des succursales de banques étrangères



Source : Bureau du surintendant des institutions financières

Surveillance des institutions financières et assurance-dépôts

Après la faillite et la quasi-faillite d'un certain nombre d'institutions financières non bancaires, à la fin des années 1980 et au début de la décennie suivante, le gouvernement fédéral a entrepris un examen de la supervision et de la réglementation prudentielles du secteur financier canadien. Il a alors insisté sur la nécessité d'intervenir sans tarder auprès des institutions éprouvant des difficultés financières afin de trouver une solution rapide au problème¹⁴. Cet examen a mené à l'adoption, en juin 1996, d'une mesure législative clarifiant le mandat du Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF), l'organe responsable de la surveillance prudentielle des institutions financières fédérales. Ce dernier a notamment pour mission de protéger les souscripteurs de police d'assurance et les déposants contre les pertes indues. Il est également chargé de promouvoir et d'administrer un cadre réglementaire qui permet de déceler promptement et de régler les problèmes opérationnels ou de conformité pouvant menacer la sécurité et la santé des institutions financières. S'il doit parfois intervenir

14. Canada (1995).

pour protéger les titulaires de police et les déposants, le BSIF n'a pas pour rôle d'éliminer complètement les risques de faillite; la responsabilité ultime de la saine gestion d'une institution appartient aux cadres de celle-ci et aux membres de son conseil d'administration. Afin de rendre le processus d'intervention aussi transparent que possible, le BSIF et la Société d'assurance-dépôts du Canada (SADC) ont élaboré ensemble un guide précisant les mesures qui seront prises si la situation d'une société financière se détériore. De plus, afin de réduire les pertes que peuvent subir les déposants, les souscripteurs de police et les créanciers, la loi a été modifiée de telle sorte qu'il est plus facile pour le BSIF de fermer une institution en difficulté pendant qu'elle possède encore des fonds propres.

Les mesures législatives de 1996 ont par ailleurs permis à la SADC, qui appliquait un régime d'assurance-dépôts à taux fixe, de concevoir un régime de primes différentielles qui est fonction du profil de risque des différentes institutions de dépôt. Cette formule a pour principal avantage d'inciter les institutions à être plus prudentes dans la conduite de leurs activités. En mars 1999, la SADC a introduit un régime de primes différentielles qui classe les institutions membres parmi quatre catégories auxquelles correspondent des primes plus ou moins élevées selon que les institutions satisfont ou non à certains critères qualitatifs et quantitatifs.

Les modifications apportées en 1997 à la législation financière ont permis aux banques acceptant uniquement des dépôts de gros (150 000 \$ ou plus), et non des dépôts de détail, d'être exemptées de l'obligation de faire assurer leurs dépôts par la SADC. Les institutions qui choisissent cette option ne sont donc plus tenues d'observer les exigences (notamment en matière de déclaration) qui sont imposées aux membres de la SADC. Les règlements administratifs de la SADC sur l'exemption d'assurance-dépôts sont entrés en vigueur en octobre 1999¹⁵.

Surveillance générale des systèmes de paiement et des autres systèmes de compensation et de règlement

Les mesures législatives de 1996 visant à renforcer le cadre de supervision et de réglementation des institutions financières fédérales ont aussi débouché sur l'adoption de la *Loi sur la compensation et le*

règlement des paiements, qui confie à la Banque du Canada la surveillance générale des systèmes de paiement et des autres systèmes de compensation et de règlement au Canada, aux fins de maîtrise du risque systémique¹⁶. Les systèmes susceptibles de présenter un risque systémique font l'objet d'une désignation en vertu de la *Loi*. La Banque du Canada surveille de façon continue les systèmes désignés, afin de limiter adéquatement le risque systémique. De plus, la *Loi* contient des dispositions qui, conjuguées aux lois fédérales sur l'insolvabilité, renforcent le caractère exécutoire de la compensation dans les systèmes de compensation et de règlement désignés. Elle prévoit également que les systèmes désignés ne peuvent surseoir aux règles applicables au règlement en vertu de dispositions ayant pour effet de les suspendre, même dans les cas où un participant à l'un des systèmes en cause ne peut faire face à ses obligations¹⁷. La *Loi* permet ainsi d'accroître l'assurance que les arrangements juridiques régissant le fonctionnement d'un système de compensation et de règlement produiront les résultats attendus en cas de tensions financières.

Dans la foulée de la législation de juin 1999 autorisant les banques étrangères à ouvrir des succursales au Canada, des modifications ont été apportées à la *Loi sur la compensation et le règlement des paiements* en ce qui a trait à la participation des banques étrangères aux grands systèmes de compensation et de règlement. En vertu d'une nouvelle disposition de la *Loi*, le gouverneur de la Banque du Canada peut interdire, ou assujettir à certaines conditions, la participation d'une succursale de prêt ou d'une succursale à service complet d'une banque étrangère à un système de compensation et de règlement désigné en vertu de la *Loi*, s'il est d'avis que cette participation comporte, ou risque de comporter un risque systémique ou un risque inacceptable pour la Banque du Canada. Dans la mesure où le gouverneur n'interdit pas leur participation, la *Loi* permet aux succursales des deux catégories de participer aux systèmes de compensation

16. Le risque systémique se rapporte à l'effet de domino, à savoir la possibilité que l'incapacité d'une institution financière d'honorer ses obligations de paiement en temps voulu ne place d'autres institutions dans l'impossibilité d'acquitter leurs propres obligations dans le même système ou dans un autre système, ou ne cause la défaillance de la chambre de compensation liée à ce système ou à d'autres systèmes. Voir l'article de Goodlet (1997) pour plus de précisions sur la *Loi sur la compensation et le règlement des paiements*.

17. En juin 2002, la *Loi* a été modifiée afin de préciser que des mesures semblables de protection juridique s'appliquent à certaines chambres de compensation d'opérations sur titres et sur produits dérivés non désignés en vertu de la *Loi*.

15. Depuis 1999, 12 filiales de banques étrangères se sont prévaluées de cette exemption.

et de règlement désignés, pourvu qu'elles satisfassent aux exigences de ces systèmes.

Travaux ayant mené à la révision du cadre législatif en 2001

En 1996, le gouvernement a publié un document de travail qui mettait en lumière les changements en profondeur que subit le secteur financier sous l'effet de la mondialisation des marchés des services financiers, des progrès technologiques et de l'évolution du paysage concurrentiel¹⁸. Le gouvernement a également créé le Groupe de travail sur l'avenir du secteur des services financiers canadien, qui était chargé de mener un examen exhaustif du secteur financier canadien et de fournir des conseils sur les questions de politique publique liées à l'élaboration d'un cadre approprié. Les travaux du Groupe devaient servir à préparer la prochaine série de modifications à la législation régissant le secteur financier, censée être introduite au plus tard cinq ans après l'adoption du cadre législatif de 1997.

Le mandat général du Groupe de travail consistait à examiner les problèmes auxquels était confronté le secteur canadien des services financiers et à faire des recommandations à l'égard des questions de politique publique qui influent sur l'environnement dans lequel les fournisseurs de services financiers exercent leurs activités. En septembre 1998, au terme de presque deux ans d'études et de consultations, le Groupe de travail a déposé son rapport final¹⁹. Il arrivait à la conclusion que le système financier du Canada était solide et fonctionnait bien, et que les institutions, dans l'ensemble, offraient de bons services. Il proposait néanmoins plusieurs mesures susceptibles d'aider les institutions financières à mieux relever les défis de l'avenir et présentait 124 recommandations destinées à renforcer la concurrence et la compétitivité, à améliorer le cadre réglementaire et à accroître le pouvoir du consommateur²⁰.

18. Canada (1996). Ce document a aussi servi de fondement aux modifications apportées en 1997 à la législation régissant les institutions financières.

19. « Changement, défis et possibilités », rapport du Groupe de travail sur l'avenir du secteur des services financiers canadien (Canada, 1998). Le rapport est accompagné de 5 documents d'information et de 18 études commandées par le Groupe. Le rapport, les documents d'information et les études sont accessibles dans le site Web du Groupe de travail à l'adresse http://finservtaskforce.fin.gc.ca/index_f.htm.

20. Voir l'Annexe pour un aperçu de quelques-unes des recommandations formulées dans le rapport du Groupe de travail et des initiatives pertinentes prévues dans la législation financière de 2001.

Le ministère des Finances a créé en 1996 un Comité consultatif sur le système de paiements, qui a appuyé les efforts du Groupe de travail. Coprésidé par le ministère des Finances et la Banque du Canada, ce comité était chargé d'étudier les implications d'un élargissement de l'accès au système de paiement et de déterminer si le cadre établi pour la régie de ce système devait être modifié afin que celui-ci continue d'évoluer en servant au mieux l'intérêt public²¹. Les discussions du Comité au sujet du système de paiement se sont focalisées sur trois grands objectifs, à savoir l'efficacité, la sécurité et la prise en considération des intérêts des consommateurs. Il a analysé divers aménagements législatifs et réglementaires possibles à l'égard des composantes du système ainsi que les avantages et inconvénients de chaque option, sans toutefois faire de recommandations.

À la fin des travaux du Comité, le gouvernement a publié un document exposant le cadre stratégique qui allait servir de base à la législation de 2001 sur le secteur financier²².

Le cadre législatif adopté en 2001

La réforme du cadre législatif opérée en 2001 avait une vaste portée. Elle visait à promouvoir l'efficacité et la croissance du secteur financier, à stimuler la concurrence sur le marché national, à améliorer le cadre réglementaire ainsi qu'à protéger les consommateurs et à leur donner du pouvoir. Certaines dispositions de la législation élargissent la gamme des investissements que les institutions financières fédérales sont autorisées à faire, directement ou par l'intermédiaire de filiales, leur permettant ainsi d'innover et d'offrir de nouveaux produits aux consommateurs. En outre, ces institutions peuvent maintenant plus facilement s'engager dans de grands projets de partenariat et sont plus aptes à relever les défis de plus en plus importants qui se posent sur les plans de la technologie et de la concurrence en raison, par exemple, de la présence d'entreprises « monogamme » non réglementées qui se spécialisent dans une seule branche d'activité.

Le reste de la présente section porte sur certains des principaux aspects de la réforme, à savoir les

21. Le Comité a examiné quatre documents produits par le ministère des Finances et la Banque du Canada entre mars 1997 et janvier 1998. Ces documents peuvent être consultés dans les sites Web du Ministère (www.fin.gc.ca) et de la Banque (www.banqueducanada.ca). Après les délibérations du Comité, le ministère des Finances a publié en juillet 1998 un document de travail final, accessible dans son site Web.

22. Canada (1999).

modifications apportées au régime de propriété, la mise sur pied d'un régime de société de portefeuille, l'élargissement de l'éventail des placements autorisés, la création d'une politique d'examen des projets de fusion, l'assouplissement de la structure des réseaux de coopératives de crédit, la rationalisation du processus réglementaire d'approbation et la révision des dispositions relatives à la protection des consommateurs.

Régime de propriété

Banques

Depuis 1967, le régime de propriété des banques canadiennes repose sur le principe voulant que les plus grandes d'entre elles soient à participation multiple²³. Ce régime a facilité le maintien de la propriété canadienne des banques du pays et a permis d'éviter que des opérations intéressées ne viennent nuire à la solvabilité des institutions. Le nouveau cadre législatif adopté en 2001 a pour effet de préserver le régime de participation multiple applicable aux banques tout en y ajoutant une classification fondée sur la taille. Aux termes de la nouvelle *Loi sur les banques*, celles-ci se rangent en trois catégories :

- les grandes banques (capitaux propres supérieurs à cinq milliards de dollars);
- les banques de taille moyenne (capitaux propres de un à cinq milliards de dollars);
- les petites banques (capitaux propres inférieurs à un milliard de dollars).

Les grandes banques demeurent tenues de répartir largement leur capital²⁴. Toutefois, pour faciliter l'établissement d'alliances ou de coentreprises, la définition de « participation multiple » est élargie, de sorte qu'un investisseur individuel est désormais

23. Avant l'entrée en vigueur du nouveau cadre législatif, en 2001, les banques étaient dites de l'annexe I ou de l'annexe II. Celles de l'annexe I, à savoir les six grandes banques canadiennes, étaient tenues de répartir largement leur capital, aucun actionnaire ou groupe de personnes liées ne pouvant posséder plus de 10 % de n'importe quelle catégorie d'actions. Quant aux banques de l'annexe II, elles pouvaient appartenir à un nombre restreint d'actionnaires ainsi qu'à des entités commerciales au cours de leurs dix premières années d'existence, après quoi elles devaient passer au régime de participation multiple. Elles pouvaient cependant demeurer la propriété de banques étrangères et d'autres institutions financières admissibles du Canada et de l'étranger, elles-mêmes à participation multiple, pendant une durée indéfinie en régime de participation restreinte.

24. Dans le nouveau cadre législatif, la règle de participation multiple peut être satisfaite si une banque est la propriété d'une société de portefeuille bancaire elle-même à participation multiple.

autorisé à détenir jusqu'à 20 % d'une catégorie d'actions avec droit de vote et jusqu'à 30 % d'une catégorie d'actions sans droit de vote d'une grande banque²⁵. Toute acquisition de plus de 10 % des actions d'une grande banque doit être approuvée par le ministre des Finances, respecter le critère d'aptitude et ne pas avoir pour effet de transformer cette banque en institution à participation restreinte dans les faits. Le nouveau cadre législatif soustrait les banques de taille moyenne à l'obligation de répartir largement leur capital, bien qu'elles soient tenues de mettre au moins 35 % de leurs actions avec droit de vote en circulation dans le public. Les petites banques ne font l'objet d'aucune restriction relative à la propriété. Pour la première fois, il est permis à des entités commerciales d'être propriétaires, pour une durée indéfinie et en régime de participation restreinte, de banques ayant des capitaux propres de moins de cinq milliards de dollars.

*Les grandes banques demeurent
tenues de répartir largement leur
capital.*

Pour accroître la souplesse organisationnelle des banques, les nouvelles mesures législatives autorisent celles-ci à constituer en société une ou plusieurs filiales bancaires canadiennes. Par exemple, une banque peut créer une filiale de services bancaires aux particuliers ou aux entreprises qui peut être appuyée par d'importants investisseurs de l'extérieur.

25. Bien que la Banque Nationale du Canada, la Banque Laurentienne du Canada et la Banque Canadienne de l'Ouest aient chacune moins de cinq milliards de dollars de capitaux propres, elles sont traitées comme ayant des capitaux propres supérieurs à ce montant dans le nouveau cadre législatif. Elles sont, par conséquent, assujetties aux mêmes règles de propriété que les grandes banques. Le ministre des Finances peut révoquer ce traitement, auquel cas ces banques ne seraient pas tenues de répartir largement leur capital. Le gouvernement a pour politique de ne pas révoquer l'obligation de participation multiple, à moins que le ministre ne reçoive une demande émanant de la banque visée. Toute demande est évaluée sur sa valeur propre en fonction de divers facteurs, dont la sécurité, le bien-fondé, les perspectives de l'institution dans le contexte de la mondialisation des marchés, les besoins des consommateurs, les intérêts des Canadiens et, dans le cas d'une institution à vocation essentiellement régionale, ceux des habitants de la région.

Institutions financières non bancaires

Contrairement aux banques, ni les sociétés de fiducie et de prêt sous réglementation fédérale ni les sociétés d'assurance par actions n'ont été tenues dans le passé de répartir largement leur capital. Les participations excédant 10 % devaient cependant être approuvées par le ministre des Finances.

Les modifications apportées en 2001 à la *Loi sur les sociétés d'assurances* ont clarifié les règles de transition relatives aux restrictions de propriété applicables aux sociétés d'assurance vie démutualisées (page 6). La fin de la période de transition de deux ans de ces sociétés, pendant laquelle aucune fusion ou acquisition n'était autorisée, a été fixée au 31 décembre 2001. Depuis cette date, les sociétés démutualisées qui ont des capitaux propres inférieurs à cinq milliards de dollars ne sont plus assujetties à des restrictions en matière de fusion et sont admissibles au régime de participation restreinte²⁶. En outre, le gouvernement a annoncé que celles dont les capitaux propres dépassent cinq milliards sont tenues de demeurer à participation multiple, aucun actionnaire ne pouvant posséder plus de 20 % d'une catégorie d'actions avec droit de vote ni plus de 30 % d'une catégorie d'actions sans droit de vote²⁷. De plus, les grandes banques ne sont pas autorisées à acquérir de grandes sociétés d'assurance démutualisées ni à fusionner avec elles, et vice-versa. Cette restriction vise également les grandes sociétés de portefeuille bancaires ainsi que leurs homologues du secteur de l'assurance vie.

Par ailleurs, le nouveau cadre législatif fait passer de 750 millions à un milliard de dollars le montant des capitaux propres au-delà duquel les sociétés de fiducie, les sociétés d'assurance vie par actions et les sociétés d'assurance multirisque doivent mettre au moins 35 % de leurs actions en circulation dans le public.

26. Après la fin de la période de transition, la Financière Sun Life du Canada inc. (dont les capitaux propres dépassaient cinq milliards de dollars) a fait l'acquisition de Clarica, compagnie d'assurance sur la vie (dont les capitaux propres étaient inférieurs à ce montant). La transaction a eu pour effet de créer la plus grande société d'assurance vie au Canada et l'une des cinq plus importantes cotées en bourse en Amérique du Nord, selon la capitalisation boursière.

27. À la différence des restrictions de propriété visant les banques, celles qui se rapportent aux sociétés d'assurance vie ne sont pas intégrées aux lois régissant ces institutions. Le ministre des Finances peut autoriser des dérogations aux contraintes de propriété applicables aux grandes sociétés d'assurance démutualisées.

Sociétés de portefeuille

En vertu des mesures législatives de 2001, les banques et les sociétés d'assurance canadiennes peuvent créer des sociétés de portefeuille réglementées n'exploitant pas activement d'entreprise. L'initiative a pour but de donner aux banques et aux sociétés d'assurance non pas des pouvoirs élargis, mais une souplesse organisationnelle accrue en leur permettant, par exemple, de transférer certaines de leurs activités à différentes entités membres. Ainsi, une société de portefeuille bancaire peut confier ses opérations bancaires à une première filiale, ses activités d'assurance à une deuxième, ses opérations de courtage à une troisième et ses activités non réglementées à une quatrième. Une telle structure peut présenter l'avantage d'être plus transparente aux yeux des investisseurs, de faciliter l'adaptation de l'organisation à l'évolution du paysage concurrentiel et d'affranchir les activités non réglementées de certaines exigences réglementaires. Les banques ont également la possibilité de séparer diverses activités (comme le crédit à la consommation ou aux entreprises ou les cartes de crédit) entre entités distinctes.

En vertu des mesures législatives de 2001, les banques et les sociétés d'assurance canadiennes peuvent créer des sociétés de portefeuille.

À l'intérieur du nouveau cadre législatif, les sociétés de portefeuille bancaires sont soumises aux dispositions de la *Loi sur les banques*; les sociétés de portefeuille d'assurances, elles, sont régies par la *Loi sur les sociétés d'assurances*. Chacune de ces sociétés est tenue d'avoir des placements dans au moins une banque ou société d'assurance vie, respectivement. L'éventail des placements autorisés est le même que celui des banques et des sociétés d'assurance vie que prévoient la *Loi sur les banques* et la *Loi sur les sociétés d'assurances*, respectivement. Chaque société de portefeuille fait l'objet d'une surveillance du BSIF à l'échelle globale.

Les acteurs du marché ont exprimé leur appui à l'initiative du gouvernement, tout en indiquant que l'adoption d'une structure de société de portefeuille dépendra de plusieurs facteurs, dont l'allègement réel du fardeau réglementaire pour les entités moins réglementées membres d'un groupe, la complexité des règles relatives aux opérations intéressées auxquelles seraient assujetties les entités membres et la nature des règles relatives aux fonds propres que le BSIF appliquerait aux sociétés de portefeuille²⁸.

Placements autorisés

L'éventail des placements autorisés est élargi, notamment dans le domaine du commerce électronique.

Même si la réforme de 2001 maintient le principe de la restriction des placements des institutions financières dans les entreprises commerciales, elle introduit un certain assouplissement. L'éventail des placements autorisés est élargi, notamment dans le domaine du commerce électronique. Les institutions financières sous réglementation fédérale peuvent désormais étendre leurs activités de traitement de l'information aux systèmes de transmission de données, aux sites d'information, aux dispositifs de communication ainsi qu'aux plateformes ou portails d'information. En règle générale, toute activité pouvant être menée à l'interne par une institution financière peut également l'être par l'intermédiaire d'une filiale ou de la société de portefeuille de l'institution; cette mesure vise à donner aux banques et aux sociétés d'assurance un choix et une souplesse accrues dans leur façon de structurer leurs opérations. Par exemple, le fait d'autoriser les banques à mettre sur pied de nouvelles filiales pourrait faciliter l'établissement d'alliances et de coentreprises.

Nouvelle politique d'examen des projets de fusion

Le gouvernement a reconnu que les fusions entre grandes banques pouvaient s'avérer une stratégie

28. Le BSIF consulte actuellement les associations sectorielles au sujet d'un cadre de mesure des fonds propres des sociétés de portefeuille. Au moment de rédiger le présent article, ces consultations n'étaient pas terminées.

viable²⁹. Deux points sont à considérer sur le plan de la politique publique : la taille nécessaire pour évoluer dans le contexte de la mondialisation des marchés et l'importance de ne pas concentrer indûment le pouvoir économique ni de réduire fortement la concurrence intérieure. Parallèlement au nouveau cadre législatif de 2001, le gouvernement a élaboré des lignes directrices sur l'examen des projets de fusion entre grandes banques et entre sociétés de portefeuille bancaires dont les capitaux propres excèdent cinq milliards de dollars³⁰. Le nouveau processus d'examen comporte un mécanisme officiel de consultations publiques.

Le gouvernement a élaboré des lignes directrices sur l'examen des projets de fusion entre grandes banques.

Les deux parties à une fusion doivent préparer une évaluation de l'incidence sur l'intérêt public, qui porte sur les effets de la fusion, comme les pertes d'emploi, les fermetures de succursale ainsi que les conséquences sur la structure du secteur bancaire et la compétitivité internationale des banques canadiennes. Dans cette évaluation, les parties précisent également quels recours ou mesures d'atténuation (dessaisissement, garanties de service ou autres engagements) elles seraient disposées à prendre en réponse aux préoccupations d'intérêt public qu'elles ont cernées. Le dossier est soumis au Comité permanent des finances de la Chambre des communes et au Comité sénatorial permanent des banques et du commerce aux fins d'étude et de tenue d'audiences publiques. Chacun des deux comités fait rapport au ministre des Finances sur les grandes questions d'intérêt public soulevées par le projet³¹.

29. Canada (2001a).

30. Canada (2001b).

31. En octobre 2002, le ministre des Finances et le secrétaire d'État (Institutions financières internationales) ont demandé au Comité permanent des finances de la Chambre des communes et au Comité sénatorial permanent des banques et du commerce de se prononcer sur les principaux critères permettant d'évaluer si un projet de fusion entre grandes banques sert l'intérêt public. Le rapport du comité sénatorial a été produit en décembre, et celui du comité de la Chambre des communes est attendu au début de 2003.

Par la suite, le Bureau de la concurrence et le BSIF examinent eux aussi le projet et présentent au ministre des rapports, que ce dernier rend publics, sur les aspects du projet liés à la concurrence et à la réglementation prudentielle, respectivement.

À la lumière de tous ces facteurs, le ministre des Finances décide s'il y a lieu ou non de donner suite au projet. S'il considère que les obstacles sont trop importants, la transaction est refusée. Si les obstacles peuvent être surmontés, le projet passe à l'étape de la négociation des recours.

Le Bureau de la concurrence négocie alors les recours en matière de concurrence avec les parties à la fusion, tandis que le BSIF se charge de ceux d'ordre prudentiel. En collaboration avec le ministère des Finances, les deux organismes élaborent un ensemble complet et coordonné de recours pour l'intérêt public. Une fois les négociations menées à bonne fin, le ministre autorise la transaction selon des modalités qui tiennent compte de ces recours.

Les sociétés d'assurance démutualisées qui ont des capitaux propres de cinq milliards de dollars et plus et qui souhaitent fusionner ne sont pas soumises à ce processus formel d'examen. Le ministre des Finances est toutefois autorisé à tenir compte de l'avis du surintendant des institutions financières quant aux questions de surveillance ou de réglementation que soulèverait la fusion envisagée. Le Bureau de la concurrence peut également évaluer la transaction.

Assouplissement de la structure des réseaux de coopératives de crédit

Le cadre législatif de 2001 permet aux réseaux de coopératives de crédit qui le désirent de passer de leur structure actuelle à trois paliers (coopératives locales, centrales provinciales et centrale nationale) à une autre à deux paliers (coopératives locales et entité de service nationale). Une telle simplification permettrait à ces institutions de réaliser des économies d'échelle, de réduire leurs coûts, de supprimer les doublons et les chevauchements, de mieux concerter leur action et de rehausser leur présence à l'échelle nationale. À ce jour, aucun projet en ce sens n'a été arrêté définitivement³².

32. Les centrales des coopératives de crédit de la Colombie-Britannique et de l'Ontario ont annoncé leur intention d'explorer les possibilités de fusion. Ces deux organismes à charte provinciale offrent aux coopératives de crédit de leur province respective divers services financiers, dont la gestion des liquidités, le financement en gros ainsi que le règlement des chèques et des instruments de paiement électronique. La fusion aurait pour effet de regrouper l'offre de ces services à l'intérieur d'un organisme unique réglementé par le gouvernement fédéral.

Rationalisation du processus réglementaire d'approbation

Le cadre législatif de 2001 prévoit deux mesures destinées à rationaliser le processus réglementaire d'approbation et à alléger le fardeau des institutions financières sous régime fédéral en matière d'observation de la loi. En premier lieu, certaines demandes qui, auparavant, étaient assujetties à l'aval du ministre des Finances le sont maintenant à celui du BSIF. En deuxième lieu, le BSIF a instauré un processus de présomption d'agrément afin d'accélérer le traitement des demandes d'approbation de certaines mesures prises par les institutions. En vertu de ce processus, le surintendant dispose de 30 jours après la présentation d'une demande pour exprimer des préoccupations, demander des renseignements complémentaires ou annoncer un report, à défaut de quoi la demande est présumée approuvée. Le surintendant peut également approuver ou refuser explicitement une demande avant la fin du délai de 30 jours.

Dispositions relatives à la protection des consommateurs

Les activités de surveillance de la conformité des institutions financières sous réglementation fédérale aux mesures de protection des consommateurs [...] sont dorénavant regroupées au sein de l'Agence.

Les questions liées à la protection des consommateurs constituent un volet important de la réforme de 2001. L'une des initiatives marquantes, à cet égard, est la création de l'Agence de la consommation en matière financière du Canada. L'Agence, qui relève du ministre des Finances, a pour mandat : 1) de faire respecter les dispositions relatives à la protection des consommateurs qui sont contenues dans les lois fédérales régissant les institutions financières; 2) de surveiller les initiatives d'autorégulation sectorielles visant à protéger les intérêts des consommateurs et des petites entreprises; 3) de promouvoir la sensibilisation des consommateurs; 4) de donner suite

aux demandes de renseignements de nature générale émanant de ces derniers. Les activités de surveillance de la conformité des institutions financières sous réglementation fédérale aux mesures de protection des consommateurs, qui étaient auparavant réparties parmi plusieurs organismes fédéraux, sont dorénavant regroupées au sein de l'Agence. Cette dernière peut imposer des sanctions monétaires en cas d'infraction ou de non-conformité aux dispositions relatives à la protection des consommateurs.

Le nouveau cadre législatif oblige également les institutions financières à adhérer à un mécanisme indépendant de règlement des différends. Au départ, le gouvernement avait indiqué qu'il collaborerait avec celles-ci en vue de constituer un nouvel organisme, l'Ombudsman des services financiers du Canada, dont les banques seraient tenues de faire partie. Les institutions non bancaires, quant à elles, auraient la possibilité de se joindre à un autre organisme de règlement des différends avec des tiers. En décembre 2001, le gouvernement a annoncé qu'il suspendait son projet et qu'il appuyait plutôt la mise sur pied du Service d'ombudsman national pour le secteur financier, organisme alors en cours de création par le secteur privé afin de régler les plaintes des consommateurs dans les divers types d'institutions financières. Ce service d'aide aux consommateurs, maintenant en activité, s'appelle le Réseau de conciliation du secteur financier.

Le gouvernement fédéral a également pris l'initiative de rendre les services financiers de base accessibles à tous les particuliers. Les nouvelles mesures législatives autorisent le gouvernement à rendre obligatoire, par voie de règlement, l'offre de comptes bancaires à frais modiques aux clients. À l'heure actuelle, le gouvernement a choisi de ne pas recourir à la coercition et de s'en remettre à la démarche d'autoréglementation des banques³³. L'Agence de la consommation en matière financière du Canada est chargée de vérifier si de tels comptes sont effectivement disponibles et s'ils répondent à certaines normes. Si l'autoréglementation se révèle infructueuse, le gouvernement a la possibilité d'intervenir par voie de règlement.

33. En février 2001, le gouvernement a annoncé la signature d'un protocole d'entente avec plusieurs banques sur les caractéristiques de ces comptes à frais modiques. Voir Canada (2001c).

Loi canadienne sur les paiements et accès au système de paiement

Depuis l'adoption du cadre législatif de 2001, la *Loi sur l'Association canadienne des paiements* porte le nom de *Loi canadienne sur les paiements*. Cette dernière introduit d'importants changements pour l'Association canadienne des paiements (ACP), organisme sans but lucratif créé en vertu d'une loi du Parlement en 1980. L'ACP est propriétaire et exploitant des deux systèmes canadiens de paiement en monnaie nationale, par lesquels tous les paiements autres que ceux en espèces sont ultimement réglés : le Système de transfert de paiements de grande valeur (STPGV) et le Système automatisé de compensation et de règlement (SACR). Le STPGV est le principal système de compensation des paiements importants et à délai de règlement critique. Quant au SACR, il prend en charge tous les autres paiements, comme ceux par chèque de papier, les paiements automatiques de factures et les transactions par carte de débit. L'ACP élabore, met en œuvre et tient à jour les règles de compensation et de règlement des paiements dans le cadre du STPGV et du SACR.

La nouvelle Loi canadienne sur les paiements étend [l'admissibilité à l'ACP] aux sociétés d'assurance vie, aux courtiers en valeurs mobilières et aux fonds communs de placement du marché monétaire.

Avant la réforme de 2001, l'adhésion à l'ACP était réservée à la Banque du Canada, aux banques commerciales, aux sociétés de fiducie et de prêt, aux centrales de coopératives de crédit ainsi qu'aux autres institutions de dépôt. La nouvelle *Loi canadienne sur les paiements* étend cette liste aux sociétés d'assurance vie, aux courtiers en valeurs mobilières et aux fonds communs de placement du marché monétaire. Aux termes de l'ancienne loi, l'ACP avait le double mandat d'établir et de mettre en œuvre le système national de compensation et de règlement, d'une part, et de planifier le développement du système national de paiement, d'autre part. En vertu de la nouvelle *Loi*, la mission de l'ACP consiste dorénavant :

- i) à établir et à mettre en œuvre des systèmes nationaux de compensation et de règlement, ainsi que d'autres arrangements pour effectuer ou échanger des paiements;
- ii) à favoriser l'interaction de ses systèmes et arrangements avec d'autres relatifs à l'échange, à la compensation et au règlement de paiements;
- iii) à favoriser le développement de nouvelles technologies et méthodes de paiement.

Dans la réalisation de sa mission, l'ACP favorise l'efficacité, la sécurité et la solidité des systèmes de compensation et de règlement tout en tenant compte des intérêts des utilisateurs.

Le nombre des administrateurs de l'ACP passe de 11 à 16³⁴, ce qui s'explique par le nombre accru des organismes admissibles et la nomination, par le ministre des Finances, de trois nouveaux administrateurs indépendants. En outre, la *Loi* reconnaît formellement le comité consultatif des intervenants, créé en 1996, qui est chargé de présenter au Conseil d'administration de l'ACP des recommandations sur le système de paiement qui reflètent les points de vue de divers groupes d'intérêt. Le comité est formé de deux administrateurs de l'ACP et d'un maximum de 18 autres membres nommés par le Conseil d'administration de l'ACP en consultation avec le ministre des Finances.

La *Loi* confère au ministre certains pouvoirs de surveillance à l'égard de l'ACP. Toutes les règles et normes de celle-ci, y compris les modifications afférentes, sont assujetties à une période d'examen de 30 jours par le ministre, qui peut frapper de nullité toute règle qu'il considère comme contraire à l'intérêt public. Le ministre peut également donner instruction à l'ACP d'établir, de modifier ou de révoquer un règlement administratif, une règle ou une norme.

Par ailleurs, la *Loi* autorise le ministre, si ce dernier estime dans l'intérêt public de le faire, à désigner un système de paiement qui a une portée nationale ou qui joue un rôle important dans le soutien des opérations sur les marchés financiers canadiens ou dans l'économie du pays. Dans sa décision, le ministre tient compte du degré de sécurité financière qu'offre le système à ses participants et à ses utilisateurs, de l'efficacité et de la compétitivité des systèmes de paiement au Canada

34. La présidence du Conseil d'administration continue d'être assurée par un cadre de la Banque du Canada.

en général et de l'intérêt du système financier du pays. Il peut adresser aux responsables du système ainsi désigné des instructions sur les conditions d'admissibilité, le fonctionnement du système, les interactions avec les autres systèmes de paiement canadiens et les relations avec les utilisateurs. À ce jour, aucun système n'a été désigné aux termes de la *Loi*.

Un organisme non officiel a été mis sur pied pour faciliter la coordination des responsabilités de surveillance accordées à la Banque du Canada et au ministre des Finances par la *Loi sur la compensation et le règlement des paiements* et la *Loi canadienne sur les paiements*, respectivement, ainsi que pour étudier les questions générales relatives aux systèmes de paiement. Il s'agit du Comité consultatif sur le système de paiements, dont la coprésidence est assurée par des cadres supérieurs du ministère des Finances et de la Banque du Canada.

Comme il a été mentionné précédemment, les sociétés d'assurance vie, les courtiers en valeurs mobilières et les fonds communs de placement du marché monétaire sont maintenant autorisés à adhérer à l'ACP. Ce faisant, ces institutions peuvent élargir la gamme de leurs services à la clientèle et ainsi intensifier la concurrence. Les sociétés d'assurance vie, par exemple, ont la possibilité d'offrir des services de paiement dont les caractéristiques se rapprochent de celles des comptes de dépôt bancaires.

L'ACP avait envisagé de retirer des critères d'adhésion au SACR l'obligation de fournir au moins 0,5 % du volume total des paiements compensés par le système. Il a toutefois été décidé de maintenir ce critère jusqu'à ce que la Banque du Canada et le ministre des Finances aient étudié les effets d'un éventuel retrait et tenu des consultations sur le sujet. L'étude portera sur les facteurs qui justifient actuellement l'imposition d'une telle restriction et sur de nouvelles solutions qui pourraient s'avérer plus efficaces et efficientes. Entre-temps, le gouvernement a demandé à l'ACP d'inclure dans son règlement administratif pertinent des dispositions limitant les sociétés d'assurance vie et les fonds communs de placement du marché monétaire au statut de sous-adhérent, ce qui oblige ces institutions à demander à un adhérent de leur servir d'agent dans le processus de compensation et de règlement du SACR³⁵. Quant au STPGV, les institutions nouvellement

35. Dans son document d'orientation (Canada, 1999, p. 45), le gouvernement explique que le cadre juridique dans lequel évoluent ces institutions diffère considérablement de celui des autres membres de l'ACP et que, par conséquent, leur participation à titre d'adhérents pourrait augmenter le degré de risque assumé par les autres participants en cas de défaillance.

admissibles à l'ACP ont désormais la possibilité d'y participer directement, sous réserve des conditions établies par l'ACP³⁶.

Conclusion

Le secteur canadien des services financiers a été le théâtre de bouleversements profonds durant la dernière décennie. Parmi les nombreux facteurs en

jeu, les modifications apportées à la législation financière ont facilité le changement en accompagnant l'évolution du secteur, qui est ainsi devenu plus concurrentiel, novateur et efficient. Parallèlement, la révision du cadre de supervision prudentielle des institutions financières et de surveillance des systèmes de compensation et de règlement a contribué à accroître la confiance du public dans la solidité du système financier. En raison de la nature évolutive du secteur financier canadien, les responsables de ce dernier et le gouvernement commenceront bientôt à planifier la prochaine revue quinquennale de la législation, comme le prévoient les dispositions de temporisation.

36. Les participants directs du STPGV doivent être membres de l'ACP, avoir une certaine capacité opérationnelle, tenir un compte de règlement auprès de la Banque du Canada et avoir convenu de contracter au besoin des emprunts auprès de la banque centrale et de donner en garantie des sûretés adéquates. À ce jour, aucune des institutions nouvellement admissibles à l'ACP n'a demandé à en devenir membre.

Ouvrages et articles cités

Canada. Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF) et Société d'assurance-dépôts du Canada (SADC). *Guide en matière d'intervention à l'intention des institutions financières fédérales*. Document accessible dans le site Web du BSIF, à l'adresse <<http://www.osfi-bsif.gc.ca/fra/documents/pratiques/pages/index.asp?id=1995>> et dans le site Web de la SADC, à l'adresse <<http://www.sadc.ca/?id=237>>.

———. Groupe de travail sur l'avenir du secteur des services financiers canadien (1998). *Changement, défis et possibilités* (septembre). Document accessible dans le site Web du Groupe de travail, à l'adresse <<http://finservtaskforce.fin.gc.ca/rpt/rapport.htm>>.

———. Ministère des Finances (1995). *Renforcer et assainir le secteur des services financiers canadien* (février).

———. (1996). *L'examen de 1997 de la législation régissant les institutions financières : Propositions de modifications*.

———. (1999). *La réforme du secteur des services financiers canadien : Un cadre pour l'avenir* (juin).

———. (2001). *Projet de loi C-8, Loi constituant l'Agence de la consommation en matière financière du Canada et modifiant certaines lois relatives aux institutions financières*.

Canada. Ministère des Finances (2001a). *Résumé des principales mesures législatives et énoncés de politique gouvernementale*. Communiqué 2001-014. Document accessible dans le site Web du ministère des Finances, à l'adresse <<http://www.fin.gc.ca/news01/01-014f.html>>.

———. (2001b). *Lignes directrices relatives à l'examen des projets de fusion*. Communiqué 01-014. Document accessible dans le site Web du ministère des Finances, à l'adresse <<http://www.fin.gc.ca/news01/01-014f.html>>.

———. (2001c). *Comptes à frais modiques — Protocoles d'entente*. Communiqué 01-014. Document accessible dans le site Web du ministère des Finances, à l'adresse <<http://www.fin.gc.ca/news01/01-014f.html>>.

Daniel, F., C. Freedman et C. Goodlet (1992-1993). « La restructuration du secteur financier au Canada », *Revue de la Banque du Canada* (hiver).

Goodlet, C. (1997). « Les systèmes de compensation et de règlement et la Banque du Canada », *Revue de la Banque du Canada* (automne).

Annexe

En 1996, le Groupe de travail sur l'avenir du secteur des services financiers canadien a été chargé de formuler des recommandations à l'égard de toute politique publique ayant une incidence sur le contexte dans lequel évoluent les fournisseurs de services financiers du secteur privé au pays. Les propositions contenues dans le rapport produit par le Groupe de travail en 1998 ont contribué de façon importante à la révision du cadre législatif en 2001. Certaines suggestions ont même été mises en œuvre avant l'adoption de celui-ci. C'est ainsi qu'en 1999, le gouvernement a légiféré sur la démutualisation des grandes sociétés d'assurance vie et a autorisé les banques étrangères à établir des succursales au Canada. Les modifications apportées en 2001 s'inspirent de plusieurs des recommandations fondamentales du Groupe de travail. Dans certains cas, les initiatives prévues dans la législation de 2001 sont conformes à celles préconisées par le Groupe, bien que les modalités d'application puissent différer de ce qui avait été proposé.

En matière d'efficience et de croissance du secteur financier, les mesures législatives de 2001 reprennent les recommandations du Groupe de travail qui visaient : 1) à élargir la définition de participation multiple afin de faciliter la conclusion d'alliances stratégiques; 2) à créer un régime de société de portefeuille en vue d'accroître la capacité d'adaptation structurelle des institutions; 3) à mettre sur pied un processus d'examen des projets de fusion entre grandes banques afin d'en évaluer l'incidence sur l'intérêt public.

En ce qui a trait à l'intensification de la concurrence, le Groupe de travail avait suggéré de donner aux sociétés d'assurance vie, aux fonds communs de placement et aux courtiers en valeurs mobilières un accès direct au système de paiement, ce que fait la nouvelle *Loi canadienne sur les paiements* en rendant ces institutions admissibles à l'Association canadienne des paiements¹. Le Groupe de travail avait aussi recommandé que les

coopératives de crédit soient autorisées à se constituer en banques coopératives. Bien que cette proposition n'ait pas été retenue, le gouvernement a mis en branle, en avril 2002, un processus de consultation visant à évaluer s'il y a un consensus suffisant pour que soit adoptée une loi instituant un régime de banque coopérative. La suggestion d'autoriser les banques et les sociétés de fiducie à offrir des services d'assurance et de crédit-bail automobile aux clients de leur réseau de succursales n'a pas été adoptée. Pour des motifs d'équité concurrentielle, il en a été de même pour la recommandation d'intégrer l'assurance-dépôts des banques et les régimes d'indemnisation des sociétés d'assurance vie.

Le cadre législatif de 2001 donne suite à la proposition du Groupe de travail de rationaliser le processus réglementaire d'approbation, mais non à celle de transférer les responsabilités en matière de réglementation de la Société d'assurance-dépôts du Canada au Bureau du surintendant des institutions financières dans le but de réduire les chevauchements.

À l'égard des consommateurs, plusieurs mesures préconisées par le Groupe de travail ont été intégrées à la réforme de 2001, telles que la mise sur pied d'un service d'ombudsman. La création de l'Agence de la consommation en matière financière du Canada, chargée d'informer les consommateurs de leurs droits et de s'assurer que les institutions se conforment aux mesures fédérales de protection des consommateurs, répond également à l'un des objectifs poursuivis par le Groupe de travail, à savoir le renforcement du pouvoir des consommateurs. La recommandation visant à donner aux particuliers à faible revenu l'accès à des comptes à frais modiques a elle aussi été retenue. Pour l'appliquer, le gouvernement a cependant choisi de s'en remettre à la démarche d'autoréglementation des banques (tout en se réservant la possibilité d'intervenir par voie de règlement) plutôt que de suivre les suggestions du Groupe de travail, comme celle de conclure avec les institutions financières des accords d'indemnisation à l'égard des paiements qu'il verse périodiquement aux personnes à faible revenu, ce qui supprimerait la nécessité d'imposer un délai d'attente pour l'encaissement des chèques qu'il émet.

1. Comme il a été mentionné dans l'article, l'Association canadienne des paiements, le ministère des Finances et la Banque du Canada ont convenu d'étudier les effets d'un éventuel retrait des restrictions liées au type d'institution et au volume minimal de traitement qui sont imposées aux participants directs du Système automatisé de compensation et de règlement.

Les régimes de change dans les économies émergentes

Jeannine Bailliu, département des Relations internationales, et John Murray, conseiller

- Les graves crises financières qui se sont succédé dans le monde dans les années 1990, combinées au récent lancement de l'euro en Europe, ont ravivé l'intérêt pour la question du choix du régime de change.
- La question du choix du régime de change revêt une acuité particulière dans le cas des pays à marché émergent — les autres pays étant perçus comme n'ayant d'autre choix que de conserver le régime en place ou comme étant très peu susceptibles d'y apporter des modifications importantes.
- Le présent article analyse l'évolution des régimes de change dans les marchés émergents au cours de la dernière décennie et compare les forces et les faiblesses des divers systèmes possibles.
- L'histoire montre que les régimes intermédiaires, comme les parités fixes mais ajustables qui ont été populaires pendant la plus grande partie de l'après-guerre, présentent une tendance à l'instabilité et comportent plusieurs lacunes.
- Certains observateurs font valoir que, dans un monde où la mobilité des capitaux s'accroît, seuls les régimes de change situés aux deux pôles de l'éventail — taux de change fixé de façon définitive et flottement libre — ont des chances d'être viables. Toutefois, ces régimes extrêmes soulèvent souvent de sérieux problèmes dans le cas des économies de marché émergentes.
- Deux formules proposées récemment méritent un examen attentif : le flottement dirigé « bonifié » (en anglais, *Managed Floating Plus*) et l'arrimage à un panier de devises avec marges de fluctuation et parité mobile, qui tentent chacun de combiner les avantages des régimes de changes flottants et fixes. La formule la plus prometteuse pour un pays à marché émergent paraît être le flottement dirigé bonifié.

Le choix du régime de change est l'objet d'un vieux débat en économie internationale. Deux séries de faits nouveaux sont venues remettre cette question à l'ordre du jour.

Premièrement, l'adoption de régimes de change intenable a été largement perçue comme l'une des causes de la succession récente de crises économiques, dont la crise du mécanisme de change européen de 1992, celle du peso mexicain de 1994-1995 et la crise asiatique de 1997-1998. Certains économistes en ont conclu que, dans un monde où la mobilité des capitaux s'accroît, seuls les régimes situés aux deux extrêmes — les régimes où le taux de change est fixé de façon définitive (c'est-à-dire à parité fixe rigide), tels qu'une caisse d'émission ou une union monétaire, et le flottement libre — ont des chances d'être viables. Cette hypothèse, qualifiée de « bipolaire », compte de plus en plus de défenseurs. Elle ne fait toutefois pas l'unanimité. Certains économistes croient en effet que les régimes intermédiaires, notamment les régimes à parité fixe mais ajustable, continueront de constituer une option viable, en particulier pour les marchés émergents.

Deuxièmement, plusieurs expériences menées durant la dernière décennie, comme la création de l'Union économique et monétaire (UEM) européenne, la dollarisation en Équateur et au Salvador, ainsi que les caisses d'émission en place à Hong Kong et en Estonie, donnent à penser qu'un régime à parité fixe rigide demeure peut-être la solution optimale pour certains pays.

Bien que la question du choix du régime de change se pose pour toutes les économies, elle revêt une acuité particulière dans le cas des pays à marché émergent — les autres pays étant perçus comme n'ayant d'autre

choix que de conserver le régime en place ou comme étant très peu susceptibles d'y apporter des modifications importantes. Le premier groupe comprend les pays trop petits ou trop peu développés pour envisager d'autres options; le second est constitué surtout de pays industrialisés, dont la plupart ont eu tendance à opter pour l'un des pôles de l'éventail des possibilités, à savoir le flottement libre ou l'adoption d'une monnaie commune telle que l'euro.

En outre, les économies émergentes constituent un groupe intéressant à étudier pour les tenants de l'hypothèse bipolaire du fait qu'elles sont en train de s'intégrer aux marchés financiers mondiaux et évolueront vraisemblablement vers l'un ou l'autre des deux pôles. C'est pourquoi le choix du régime de change dans ces économies suscite une attention accrue, à la fois de la part des chercheurs et des autorités. Dans le présent article, nous examinons l'évolution des régimes de change dans les économies émergentes au cours de la dernière décennie, les facteurs qui orientent le choix du régime et la gamme des options existantes.

L'évolution des régimes de change dans les économies émergentes

Les défenseurs de l'hypothèse bipolaire, dont Obstfeld et Rogoff (1995) et Eichengreen (1998), font valoir que les pays dont les marchés financiers sont intégrés aux marchés mondiaux, ou sont en voie de l'être, ne pourront conserver des régimes intermédiaires et seront forcés de choisir l'un des deux pôles : soit un régime à parité fixe rigide, soit le flottement libre. À leur avis, les régimes intermédiaires que sont les régimes à parité fixe mais ajustable finiront par disparaître dans les pays ouverts aux flux de capitaux internationaux. D'autres auteurs ne partagent toutefois pas leur point de vue. Williamson (2000), par exemple, estime que les régimes intermédiaires constituent une option viable pour les marchés émergents et qu'ils le resteront. D'après les résultats obtenus par Masson (2001) au moyen de tests directs de l'hypothèse bipolaire basés sur des données chronologiques, les régimes intermédiaires ne risquent pas davantage de disparaître que les régimes de flottement libre ou les régimes à parité fixe rigide. La présente section passe en revue les résultats qui militent en faveur de l'hypothèse bipolaire à la lumière de l'évolution des régimes de change dans les économies émergentes pendant la dernière décennie.

Fischer (2001) a cherché à établir la validité de l'hypothèse bipolaire en examinant l'évolution des régimes de change dans un grand nombre de pays durant les années 1990. Il a observé une tendance à délaisser les régimes intermédiaires au profit des changes flottants, sans aller jusqu'à conclure que ces régimes étaient en train de disparaître, sauf dans les pays industrialisés¹. Le tiers des 185 pays de son échantillon avaient des régimes intermédiaires en 1999, comparativement à près des deux tiers (62 %) en 1991. Malgré la baisse importante de faveur des régimes intermédiaires dans les années 1990, les données ne laissent nullement présager leur disparition prochaine. Pour leur part, les régimes à parité fixe rigide ont gagné en popularité au cours des années 1990, dans la foulée de la création de l'UEM. En dépit de cet événement exceptionnel, la proportion des régimes à parité fixe rigide n'est passée que de 16 à 24 % entre le début et la fin de la décennie 1990. Dans les pays à marché émergent, la proportion des régimes intermédiaires est tombée de 64 à 42 %, tandis que celle des régimes de changes flottants a augmenté, passant de 30 à 48 %; les 10 % qui restent étaient constitués de régimes à parité fixe rigide. En 1999, les régimes intermédiaires étaient donc presque aussi courants que les régimes de changes flottants dans les économies émergentes.

L'étude de Fischer, comme la plupart des travaux dans ce domaine, est fondée sur la typologie officielle des régimes de change établie par le Fonds monétaire international, laquelle repose sur le principe de l'autoclassification par les pays membres². Mais, comme aucun effort n'est fait pour tenter de vérifier si cette typologie officielle est conforme aux pratiques réelles, son utilisation soulève de sérieux problèmes de mesure, qui ont été abondamment décrits dans la littérature. Levy-Yeyati et Sturzenegger (1999), par exemple, ont estimé que 26 % des pays qu'ils ont examinés ont dans la réalité un régime différent du régime déclaré. Calvo et Reinhart (2002) sont arrivés à une conclusion semblable en utilisant des outils d'analyse économique plus classiques et en tenant compte des variations des prix des produits de base.

1. Comme on le verra à la page 23, le régime de change de la quasi-totalité des pays industrialisés se situe à l'un ou l'autre des deux extrêmes.

2. Le FMI publie sa typologie officielle chaque année dans le document *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* (FMI, 1960-2000).

Ils ont constaté que la majorité des pays qui disent suivre un régime de changes flottants ne laissent pas le cours de leur monnaie flotter librement dans la pratique. Leurs résultats témoignent selon eux d'une « peur du flottement » (en anglais, *fear of floating*).

Bailliu, Lafrance et Perrault (2001) ont proposé une autre méthode de classification qui, à leur avis, reflète mieux le degré de flottement des taux de change des pays à marché émergent. Leur typologie est fondée sur la volatilité observée du taux de change nominal et tient compte des chocs externes ainsi que des réévaluations. Ces auteurs décèlent eux aussi des différences notables entre les classements selon la méthode utilisée. Enfin, Reinhart et Rogoff (2002) se fondent essentiellement sur les taux de change parallèles déterminés par le marché pour classer les régimes de change. Leurs résultats indiquent également que la classification officielle comporte des erreurs de mesure. Les auteurs employant d'autres méthodes constatent généralement une bipolarisation des régimes moindre que celle observée dans les études basées sur la typologie officielle.

En résumé, bien que les recherches empiriques effectuées à ce jour montrent que la popularité des régimes intermédiaires a diminué dans les années 1990, on ne peut en conclure pour le moment que ces régimes soient en voie de disparition. L'hypothèse bipolaire nous paraît le mieux fondée dans le cas des pays industrialisés, dont la plupart ont adopté un régime se situant à l'un des deux extrêmes. Les régimes intermédiaires ont toujours la faveur des économies émergentes, mais dans une moindre mesure qu'il y a 10 ans. Cependant, toute analyse de l'évolution des régimes de change dans les pays à marché émergent doit être interprétée avec prudence, compte tenu des problèmes de mesure notés plus haut³.

Le choix du régime de change dans les économies émergentes

La question de savoir si un pays est libre de choisir le système qui lui plaît ou si son choix se limite à un nombre restreint de régimes de change, voire à un seul, est fondamentale. Divers facteurs peuvent avoir une incidence sur la gamme d'options qui s'offre à un

3. Le FMI reconnaît que sa typologie officielle soulève des problèmes, ainsi que l'attestent ses récents efforts en vue de réviser cette dernière (FMI, 1999).

pays en particulier. Les chercheurs ayant étudié les déterminants du choix du régime dans les économies émergentes soulignent l'importance du degré d'intégration aux marchés financiers internationaux, des résultats macroéconomiques, du niveau de développement du secteur financier et de certaines considérations d'économie politique.

Il est fréquent de lire dans la littérature que les pays ayant des liens étroits avec les marchés financiers mondiaux ne peuvent maintenir une parité fixe et doivent choisir entre une parité fixe rigide et un régime de changes flottants. Ce point de vue s'appuie sur la thèse de l'« impossible trinité », selon laquelle un pays ne peut poursuivre que deux des trois objectifs suivants : la fixité du taux de change, l'indépendance de la politique monétaire et l'intégration aux marchés financiers internationaux. Un pays qui tente d'atteindre l'impossible trinité sera tôt ou tard forcé d'abandonner sa parité fixe ou de renoncer à la réalisation de l'un des deux autres objectifs. Au cours des années 1990, de nombreux pays dotés d'un régime à parité fixe mais ajustable ont assisté à l'effondrement de leur régime devenu insoutenable et ont été confrontés à une crise de change coûteuse. Les répercussions économiques et sociales de ces débâcles ont été considérables, surtout lorsque la crise de change s'est doublée d'une crise bancaire⁴. À cet égard, il importe de signaler que les pays à marché émergent dont les taux de change étaient plus flexibles ont moins souffert de façon générale que ceux dotés d'un régime à parité fixe (FMI, 2000, p. 21).

Toutefois, l'intérêt d'un régime de change doit être évalué en tenant compte des bonnes et des mauvaises années, pas seulement des périodes de crise. Bien que la théorie économique avance que le type de régime de change peut influencer sur les résultats économiques, elle ne permet pas de formuler de prévisions précises à cet égard. Les recherches empiriques dans ce domaine ont surtout porté sur les effets possibles des régimes de change sur la variabilité de la production,

4. Selon Honohan (1997), les coûts financiers directs assumés par les gouvernements des pays en développement pour résoudre les crises bancaires durant la période allant de 1980 à 1995 se monteraient à environ 250 milliards de dollars É.-U. Dans plus d'une douzaine de pays, ces coûts représentaient au moins 10 % du PIB et ils ont dépassé ce chiffre dans le cas des pays les plus durement touchés par la crise asiatique (Goldstein et coll., 2000, p. 2). Les crises de change ont aussi entraîné des coûts macroéconomiques importants. Goldstein et coll. (p. 88) ont estimé qu'il faut de deux à trois ans pour que la croissance économique retrouve son niveau d'avant la crise.

l'inflation et la croissance économique. À partir d'un échantillon de 136 pays s'étendant sur la période 1960-1990, Ghosh et coll. (1997) n'ont décelé aucune différence systématique dans les taux de croissance et la variabilité de la production qui soit attribuable au régime de change. Par contre, l'inflation tend à être moins élevée et moins volatile dans les pays à régime de changes fixes que dans ceux dotés d'un régime de changes flottants⁵ — résultat auquel les chercheurs du FMI ont abouti également lorsqu'ils ont prolongé la période examinée jusqu'au milieu des années 1990 (FMI, 1997)⁶. Deux études récentes, qui reposent sur une autre méthode de classification que la typologie officielle, concluent toutefois à l'existence d'une relation entre régime de change et croissance. Au terme d'une analyse de 25 économies émergentes couvrant la période 1973-1998, Bailliu, Lafrance et Perrault (2001) ont constaté que les régimes de changes flottants s'accompagnent d'une croissance économique plus rapide, mais seulement dans le cas des pays qui sont relativement ouverts aux flux de capitaux internationaux et, dans une moindre mesure, dans celui des pays dotés de marchés financiers bien développés. De même, Levy-Yeyati et Sturzenegger (2001) ont noté que les régimes de change plus rigides sont associés à une croissance plus faible dans les économies en développement; dans les économies industrialisées, le type de régime n'a pas d'effet sensible sur la croissance.

Toutes ces études s'appuient sur une typologie en trois volets, qui établit une distinction entre régime de changes fixes, régime intermédiaire et régime de changes flottants. Cette typologie présente toutefois la particularité que deux des catégories (régime intermédiaire et changes flottants) caractérisent uniquement le régime de change, alors que la troisième (changes fixes) décrit *à la fois* le régime de change et le cadre de conduite de la politique monétaire, puisque le taux de change est alors l'objectif de la politique monétaire. Négliger cette particularité risque de fausser l'évaluation des effets qu'ont les différents régimes de change sur les résultats macroéconomiques. Laidler (1999 et 2002) a beaucoup écrit sur le sujet. Il fait remarquer qu'un

5. On ne sait pas cependant s'il en est ainsi parce que le taux de change est fixe ou tout bonnement parce que les pays où l'inflation est moins variable ont tendance à préférer les régimes de changes fixes.

6. L'étude du FMI ne prend cependant pas en considération l'incidence des autres déterminants de la croissance.

taux de change flottant ne suffit pas à lui seul pour assurer la cohérence du régime monétaire. Un point d'ancrage nominal, tel qu'une cible d'inflation à moyen terme, est nécessaire pour ancrer les attentes d'inflation ou la politique monétaire. Il ne faut pas s'étonner qu'en l'absence d'un point d'ancrage nominal, certains des avantages escomptés du flottage ne se concrétisent pas.

Bailliu, Lafrance et Perrault [...] ont constaté que c'est la présence d'un cadre de politique monétaire solide, plutôt que le régime de change en soi, qui importe pour la croissance économique.

Pour surmonter ce problème, Bailliu, Lafrance et Perrault (2002) ont mis au point une typologie qui englobe différents cadres de politique monétaire. Ils ont étudié l'incidence du régime de change sur la croissance au moyen de données longitudinales relatives à 60 pays pour la période allant de 1973 à 1998. Ils ont constaté que c'est la présence d'un cadre de politique monétaire solide, plutôt que le régime de change en soi, qui importe pour la croissance économique.

Les chercheurs se sont aussi intéressés au rôle clé que le degré de développement du secteur financier jouerait dans le choix du régime de change. Un secteur financier solide et bien développé est souvent considéré comme un préalable important de l'adoption d'un régime de changes flottants, car ce type de régime s'accompagne généralement d'une volatilité accrue du taux de change nominal. Cette dernière peut nuire à l'économie réelle à moins que le secteur financier ne soit en mesure d'absorber les chocs de taux de change et ne mette à la disposition des agents économiques des instruments de couverture appropriés⁷.

7. Bordo et Flandreau (2001) ont noté que, depuis l'effondrement du système de Bretton Woods, les pays dont les systèmes financiers sont plus développés ont eu tendance à opter pour des changes flottants.

De nombreuses économies émergentes sont dotées de marchés de capitaux peu profonds, de sorte qu'elles peuvent avoir de la difficulté à soutenir un régime de changes flottants. De fait, certains auteurs (dont Aizenman et Hausmann, 2000) ont soutenu que les gains découlant de l'adoption d'un régime de changes fixes peuvent être supérieurs pour les économies émergentes que pour les pays industrialisés, à cause du degré de développement de leurs marchés financiers respectifs. Il reste que la conjonction d'un secteur financier sous-développé et d'un taux de change fixe peut aussi être source de problèmes, en provoquant une crise bancaire. Comme Chang et Velasco (2000) l'ont affirmé, il se peut que l'adoption d'une parité fixe rigide entraîne une baisse de la probabilité d'une crise de balance des paiements seulement au prix d'une hausse de la probabilité d'une crise bancaire. Eichengreen et Hausmann (1999) ont avancé que les marchés financiers affligés du « péché originel » peuvent poser des problèmes, que les changes soient fixes ou flottants. Cette expression sert à décrire un pays qui ne peut se financer à l'étranger (ou même à long terme sur le marché intérieur) par l'émission d'instruments libellés dans la monnaie nationale en raison des politiques macro-économiques discutables appliquées dans le passé (d'où l'idée du « péché originel »). Tous les investissements intérieurs à long terme dans une telle économie se caractérisent donc par un mauvais appariement des devises ou des échéances. Eichengreen et Hausmann sont d'avis que les économies marquées du péché originel devraient envisager sérieusement la dollarisation⁸.

Des considérations d'économie politique pèsent parfois dans le choix du régime de change. Selon les théories d'économie politique, un pays qui souffre d'instabilité politique a intérêt, toutes choses égales par ailleurs, à laisser flotter sa monnaie, car le gouvernement aura de la difficulté à obtenir le soutien nécessaire aux mesures impopulaires que pourrait exiger la défense d'une parité fixe (Poirson, 2001). D'autre part, certains pays peuvent être contraints d'arrimer leur monnaie à une devise forte ou d'adopter celle d'un autre pays parce qu'ils ont perdu leur crédibilité en matière de politique monétaire. Cet argument a été invoqué par les partisans de la

8. Dans son sens moderne, la dollarisation désigne un régime de change dans lequel la monnaie d'un grand pays industrialisé (par exemple les États-Unis) est utilisée comme monnaie nationale, à titre d'unité de compte, de moyen d'échange et de réserve de valeur.

dollarisation de l'Équateur. En pareil cas, la meilleure et parfois la seule option peut être de « lier les mains » de la banque centrale ou du gouvernement en « important » la politique monétaire crédible d'un autre pays.

Quelles sont les options envisageables?

Les leçons à tirer de l'expérience des pays industrialisés

Pour choisir un régime de change, les pays à marché émergent peuvent commencer par tirer parti de l'expérience acquise dans le monde industrialisé. Grâce aux renseignements qu'ils recueilleront ainsi au sujet des options les plus prometteuses, ils pourront peut-être éviter certains des écueils que les pays industrialisés ont rencontrés dans leur quête d'un système viable.

À l'exception du Danemark, tous les pays considérés actuellement par le FMI comme industrialisés adhèrent à un régime de flottement libre ou à une union monétaire complète.

La principale leçon à tirer de l'expérience des pays industrialisés est que les solutions intermédiaires ne sont plus praticables et que seuls les régimes se situant aux deux extrêmes doivent être envisagés. En effet, à l'exception du Danemark, tous les pays considérés actuellement par le FMI comme industrialisés adhèrent à un régime de flottement libre ou à une union monétaire complète. Le Canada, le Japon, le Royaume-Uni et les États-Unis constituent d'excellents exemples du premier groupe de pays, tandis que les 12 pays européens qui composent l'UEM sont des exemples patents du second. Les régimes intermédiaires, comme le système de parités fixes mais ajustables établi à Bretton Woods, se sont révélés intrinsèquement instables. Bien que ce dernier système ait d'abord été vu comme un compromis prometteur alliant les meilleurs éléments des régimes de changes fixes et flottants, il s'est révélé en fin de compte réunir le pire

des deux mondes. Les ajustements nécessaires aux parités étaient invariablement reportés, ce qui imposait des coûts importants au pays déficitaire ainsi qu'à ses partenaires commerciaux et encourageait une spéculation déstabilisante orientée dans un seul sens.

Bien que de nombreux pays à marché émergent semblent avoir opté pour des solutions analogues au système de Bretton Woods, les régimes à parité fixe comptent peu de défenseurs. Ils sont considérés par beaucoup comme — au mieux — un palliatif, utile seulement pour les pays qui aspirent à passer à un régime plus stable et plus permanent. Rogoff (1998) a comparé ces régimes à des paratonnerres qui attirent les crises financières. Lui et plusieurs autres auteurs ont noté que la longévité d'un régime à parité fixe est habituellement de moins d'un an et que rares sont ceux qui durent plus de trois ans sans déboucher sur une crise majeure. En résumé, les régimes intermédiaires fondés sur le concept d'une parité fixe mais ajustable ne paraissent pas une solution très prometteuse, sauf comme palliatif.

Les leçons à tirer de l'expérience des très petites économies

Bien que les expériences passées des pays industrialisés soient instructives, certains observateurs doutent de l'intérêt qu'elles présentent pour les autres économies. Par exemple, certaines économies en développement sont tellement petites et ouvertes sur l'extérieur qu'elles ont très peu de choix quant au régime de change. Elles ne disposent pas des institutions et de l'infrastructure nécessaires à la conduite d'une politique monétaire efficace. De plus, la nature particulière des biens qu'elles produisent et leur dépendance à l'égard des importations les empêchent de jouir de la protection qu'un régime de changes flottants offre contre les chocs externes. Les avantages microéconomiques que ces économies tirent d'un régime de changes fixes, en l'occurrence la réduction des coûts de transaction et du risque de change, l'emportent sur les bienfaits qu'un taux de change flottant est susceptible de leur procurer au point de vue macroéconomique, sous la forme d'une plus grande indépendance de la politique monétaire et d'une protection accrue contre les chocs externes.

Les économies qui se trouvent dans cette situation optent presque toujours pour la dollarisation (voir la note 8), qui est une variante extrême du régime de changes fixes. Au dernier décompte, plus de 50 petites économies, dépendances et protectorats avaient choisi

la dollarisation (Rose, 2000). D'après Frankel et Rose (2002), les avantages nets de l'adoption de la devise d'un autre pays peuvent être substantiels sur le plan de la croissance du commerce international et du revenu national. Selon ces auteurs, les flux d'échanges bilatéraux des économies dollarisées ont été en moyenne de 300 % supérieurs à ceux des économies ayant conservé leur monnaie, encore que ces conclusions soient contestées par plusieurs et s'appliquent surtout à des économies de très petite taille⁹.

Les dangers des régimes à parité fixe rigide (dollarisation et caisses d'émission)

À en juger par ce bilan, tous les pays à marché émergent, sinon l'ensemble des pays en développement, gagneraient à fixer de façon permanente leur taux de change et à se dollariser. Malheureusement, il y a des raisons de croire que les gains que procurerait une telle stratégie seraient bien inférieurs à ceux que Frankel et Rose décrivent, surtout dans le cas des économies émergentes qui sont plus importantes et plus développées que celles qu'ils examinent. Contrairement à celles de très petite taille, ces économies disposent d'une plus grande liberté de choix en la matière; le régime de change ne leur est pas imposé. Elles ont également plus à perdre — sur le plan de l'indépendance et de la protection contre les chocs externes — de l'adoption d'un régime à parité fixe rigide.

Pour ce qui est de l'union monétaire, peu de pays à marché émergent ont une influence politique ou économique comparable à celle qu'exercent les 12 membres de l'UEM, et qui leur permet d'adhérer à part entière à une union monétaire, de participer aux décisions et de toucher les recettes de seigneurage provenant de l'émission de monnaie¹⁰. La dollarisation représente par conséquent le seul régime à parité fixe rigide à la portée de la plupart des économies émergentes. Par contre, les pays à marché émergent qui choisissent la dollarisation renoncent à l'indépendance qu'un régime plus flexible aurait pu

9. Un grand nombre des économies examinées par Frankel et Rose comptent moins de 100 000 habitants.

10. Bien que de nombreux pays en développement aient formé leur propre union monétaire (par exemple, la zone franc de la Communauté financière africaine (CFA) ou l'union monétaire des Caraïbes orientales), ils n'ont aucun pouvoir réel sur la politique monétaire de leur union, car leur monnaie est liée à celle d'un important partenaire commercial ne faisant pas partie de l'union monétaire.

leur assurer en matière de politique monétaire. Les décisions touchant les taux d'intérêt et le crédit sont prises par le pays dont la monnaie est utilisée, en tenant compte de ses propres intérêts économiques mais non des conséquences néfastes qu'elles pourraient avoir dans les autres pays qui se servent de sa monnaie. Cette perte d'autonomie peut représenter un coût négligeable lorsque les autorités du pays ont abusé de leur indépendance dans le passé et sont déjà discréditées. En pareil cas, la perte d'autonomie et la capacité d'« importer » la politique d'un autre pays constituent même certainement un avantage.

La difficulté de faire marche arrière représente à la fois l'un des principaux attraits et le plus grand coût de la dollarisation. Bien que le renforcement immédiat de la crédibilité et la diminution du risque de change puissent être appréciables, une économie dollarisée renonce dans les faits à la possibilité de reprendre en main son destin monétaire. Il pourrait en résulter une forte hausse des coûts d'ajustement macroéconomique. Il est probable également que les fluctuations cycliques à court terme de l'économie industrialisée dont la monnaie est importée sont fort dissemblables des mouvements observés dans l'économie émergente. De plus, comme ces deux économies se trouvent, par définition, à des stades très différents de leur développement, elles seront confrontées à des tensions structurelles différentes au fil du temps. Sans taux de change flottants pour atténuer ces tensions et compenser l'effet de certains chocs, le poids de l'ajustement retombera en grande partie sur les prix et les salaires intérieurs, lesquels sont rarement suffisamment flexibles (du moins vers le bas) pour faciliter le processus d'ajustement¹¹.

Le pays à marché émergent renonce également aux recettes de seigneurage que l'émission de sa propre monnaie lui aurait procurées dans l'avenir (une forme d'emprunt sans intérêt), de même qu'à sa capacité de faire office de prêteur de dernier ressort. Pour de nombreux États dont le régime fiscal est inefficace, le seigneurage représente une source importante de revenus; à moins que le pays industrialisé ne consente

11. C'est ce qui s'est produit en Argentine, après qu'une série de chocs externes défavorables a plongé le pays dans une récession à la fin des années 1990. Comme le marché du travail est relativement rigide en Argentine, le gros de l'ajustement s'est fait par le biais d'une déflation des prix, qui est un processus très lent et douloureux. L'ajustement s'étant finalement avéré trop lent, l'Argentine a dû renoncer à sa caisse d'émission et laisser flotter sa monnaie (le concept de caisse d'émission est examiné ci-après).

à partager ses recettes de seigneurage, l'économie émergente devra prendre d'autres mesures pour combler ce manque à gagner. Si elles ne peuvent créer des liquidités suivant les besoins, les autorités monétaires auront aussi du mal à venir à la rescousse des banques et marchés financiers nationaux lorsque ceux-ci subiront des pressions spéculatives. Leur seul recours sera de puiser dans leurs réserves de change ou d'accroître leurs emprunts en monnaie étrangère. Si l'économie émergente jouit d'une bonne cote de crédit, ces mesures suffiront peut-être. Sinon, le système financier national sera vulnérable aux attaques spéculatives et aux chocs inattendus.

Dans un monde où les trois grandes monnaies (le dollar américain, le yen et l'euro) continuent de flotter les unes par rapport aux autres, tout pays à marché émergent décidant d'arrimer sa monnaie à l'une d'elles se trouve forcément en régime de changes flottants par rapport aux deux autres.

La dollarisation comporte malgré tout certains avantages. Elle élimine le risque de change, les coûts de conversion et le besoin de couverture à l'égard du nouveau moyen d'échange. Toutefois, il est important de noter que, dans un monde où les trois grandes monnaies (le dollar américain, le yen et l'euro) continuent de flotter les unes par rapport aux autres, tout pays à marché émergent décidant d'arrimer sa monnaie à l'une d'elles se trouve forcément en régime de changes flottants par rapport aux deux autres. Tous les risques de change et les coûts de conversion associés à ces deux autres devises continueront donc d'exister. Pour les pays qui, comme le Panama, effectuent le gros de leurs échanges extérieurs avec un grand pays (les États-Unis), cela ne pose pas problème. Pour les économies dont les partenaires sont plus diversifiés, comme l'Équateur, les répercussions peuvent être importantes. De fait, la dollarisation de ces deux pays n'a pas connu le même succès. S'il est vrai que

L'Équateur n'a adopté le dollar américain qu'assez récemment, il n'en demeure pas moins que les résultats ont été peu encourageants jusqu'ici. La dollarisation du Panama, qui remonte à 1904, a été plus avantageuse si l'on en croit la plupart des observateurs¹².

L'établissement d'une caisse d'émission permet d'éviter certains des problèmes que pose la dollarisation. Il implique de la part des autorités l'engagement ferme — souvent inscrit dans la loi, voire dans la constitution du pays — de fixer de façon définitive la parité entre la monnaie nationale et la monnaie d'un autre pays. L'économie émergente promet de préserver la libre convertibilité entre les deux monnaies. Afin d'assurer la crédibilité du régime, elle s'engage aussi à faire dépendre sa base monétaire de ses réserves en devises. Ce régime présente plusieurs des attributs de la dollarisation intégrale, mais la monnaie nationale continue d'être utilisée, de sorte que l'économie émergente conserve ses recettes de seigneurage. En outre, il est plus facile de mettre fin à une caisse d'émission qu'à une dollarisation intégrale. Cette dernière caractéristique est toutefois à double tranchant et peut miner la crédibilité du régime, surtout au beau milieu d'une crise financière¹³. L'expérience récente de l'Argentine illustre bien les limites de la protection que procure une caisse d'émission.

La peur du flottement

Si les régimes à parité fixe rigide ne sont pas la solution, le flottement libre constitue peut-être une voie plus prometteuse. Malheureusement, l'expérience de l'après-guerre indique que ce régime extrême peut aussi présenter des lacunes, du moins du point de vue des marchés émergents. Certains observateurs ont fait remarquer que très peu d'économies, aussi bien industrialisées qu'émergentes, laissent vraiment leur monnaie flotter librement¹⁴. Comme il a déjà été mentionné, bon nombre des pays ayant officiellement un taux de change flottant ont de toute évidence peur

du flottement. Ils interviennent couramment en vue de stabiliser le cours externe de leur monnaie et paraissent disposés à sacrifier d'autres objectifs intérieurs, comme la stabilité des prix et le plein emploi, pour défendre un taux de change particulier. De plus, les problèmes semblent plus graves et les écarts par rapport à un véritable flottement des changes plus importants dans le cas des économies émergentes. Les taux de change prétendent flôtter affichent fréquemment des fluctuations comparables, par leur ampleur, et une évolution générale similaire à ce que l'on observe dans les pays ayant une parité fixe; il arrive même qu'ils soient moins variables que dans ces autres pays.

Cette peur du flottement serait attribuable à trois facteurs, selon Calvo et Reinhart (2002). Le premier est une profonde défiance envers les marchés, dont l'évolution est perçue par un grand nombre d'économies émergentes comme pernicieuse et imprévisible. Le deuxième est le fait que les dépréciations qui frappent la monnaie de ces pays vont habituellement de pair avec une contraction de l'économie plutôt qu'avec une expansion. Plutôt que d'aider à stabiliser la croissance et l'emploi après un choc externe, les fluctuations des taux de change tendent à exacerber les tensions et provoquent ainsi des perturbations économiques plus graves. Ce résultat tient en partie à l'absence d'un mécanisme crédible d'ancrage des attentes, tel qu'une cible d'inflation¹⁵. De plus, une part considérable de la dette des secteurs public et privé de maints pays à marché émergent est souvent libellée dans une devise étrangère, de sorte que le fardeau du service de la dette s'alourdit lorsque la monnaie nationale se déprécie. Le troisième facteur a trait à l'incapacité manifeste de nombreuses économies émergentes à appliquer une politique monétaire contracyclique efficace. Dans bien des cas, l'indépendance que confère un régime de changes flottants à la politique monétaire a simplement conduit à une inflation chronique. En conséquence, les conditions monétaires ont tendance à se resserrer à la suite d'un ralentissement de l'économie ou d'une dépréciation de la monnaie nationale, plutôt qu'à s'assouplir de façon à amortir le choc¹⁶.

12. Edwards (2001) brosse un tableau beaucoup moins reluisant de la situation au Panama et dans la plupart des pays qui ont opté pour la dollarisation ou la création d'une caisse d'émission.

13. Une caisse d'émission peut aussi engendrer des risques pour la stabilité financière, car les agents économiques sont alors moins incités à couvrir leurs positions en devises. Un mauvais appariement des positions peut causer de graves problèmes en cas d'effondrement du régime, comme on a pu le voir en Argentine.

14. Voir Calvo et Reinhart (2002).

15. Cf. Laidler (1999 et 2002).

16. Le concept de « conditions monétaires » désigne l'effet conjugué des variations du taux de change et des taux d'intérêt sur l'activité économique.

Comme les régimes de changes flottants sont jugés peu efficaces pour protéger l'économie contre les chocs externes, Calvo et Reinhart font valoir qu'il est naturel que les économies de marché émergentes soient davantage portées à la stabilisation du taux de change. Les gains appréciables découlant de la baisse des coûts de transaction et du risque de change dans ces économies ouvertes sont perçus comme nettement supérieurs à tout avantage qu'une plus grande indépendance de la politique monétaire serait susceptible de procurer. D'ailleurs, ces éventuels avantages sont souvent considérés plutôt comme des coûts.

Si les régimes à parité fixe ont connu bien des avatars et ont toujours fini par s'effondrer, et que les régimes extrêmes (parité fixe rigide et flottement libre) posent aussi des problèmes, quelles options reste-t-il aux marchés émergents? Existe-t-il un régime de change qui puisse leur convenir ou s'appliquer à eux?

Nouvelles solutions intermédiaires

Deux solutions ont récemment été mises en avant à l'intention des économies de marché émergentes dans le but de surmonter les problèmes exposés plus haut. Elles remettent à l'honneur les régimes intermédiaires et visent une certaine flexibilité de la politique monétaire et du taux de change, de même qu'une plus grande stabilité du marché des changes.

Arrimage à un panier de devises avec marges de fluctuation et parité mobile

Cette première proposition, qui est principalement associée à Williamson (2000), est en fait une synthèse et une extension de certaines idées que lui et d'autres ont défendues dans les années 1970 et au début des années 1980. Elle comporte trois éléments clés. Le premier rejoint dans son esprit le système de Bretton Woods, mais avec une différence appréciable : selon la formule de Williamson, chacun des pays à marché émergent serait encouragé à arrimer sa monnaie à un panier de devises, plutôt qu'à celle d'un seul partenaire commercial. Cet élément atténuerait l'effet des tensions observées lorsque les taux de change entre les principales monnaies se mettent à évoluer en sens opposé.

Le deuxième élément consiste à enjoindre les économies émergentes à veiller à ce que le taux de change reste à l'intérieur de *marges de fluctuation* symétriques et relativement larges. Les marchés auraient ainsi une idée de l'ampleur des variations de

change permises, et la banque centrale jouirait d'une indépendance raisonnable en matière de politique monétaire, pourvu que le taux de change se situe nettement en dedans des marges fixées. La vigueur avec laquelle la banque centrale interviendrait pour défendre ces marges de fluctuation serait laissée à son entière discrétion, mais une certaine flexibilité serait encouragée pour éviter le type de mouvements spéculatifs à sens unique qui a déstabilisé et miné le système de Bretton Woods.

Le troisième élément de la proposition de Williamson concerne le point médian de l'intervalle de fluctuation, qui pourrait être ajusté par degrés en fonction du jugement que les autorités porteraient sur les déterminants fondamentaux du taux de change réel. Cette « parité mobile » contribuerait à alléger les tensions que susciterait autrement l'évolution des facteurs fondamentaux et elle fournirait au marché certaines indications utiles à moyen terme sur la trajectoire probable du taux de change, ce qui préviendrait des désalignements persistants.

Les détracteurs soutiennent que, bien que le régime proposé par Williamson semble valable en théorie, il se heurtera tôt ou tard à bon nombre des problèmes qui ont causé l'effondrement du système de Bretton Woods et de toutes ses variantes subséquentes. En effet, les décisions concernant le point médian approprié de l'intervalle de fluctuation et le niveau futur de la parité mobile sont épineuses, en l'absence d'une modélisation fiable des déterminants du taux de change d'équilibre. De plus, les autorités seront toujours confrontées au problème de la spéculation unidirectionnelle et à des choix difficiles dès que le taux de change s'approchera des limites supérieure ou inférieure de l'intervalle de fluctuation autorisé. Si les autorités ne s'engagent pas clairement à défendre les marges fixées, la pression qui s'exercera sur elles sera moins forte, mais cela accroîtra vraisemblablement l'incertitude sur le marché quant au niveau où elles souhaitent que le taux de change s'établisse et à leur volonté d'intervenir si ce dernier menace de sortir de l'intervalle de fluctuation annoncé. À la limite, ce système en viendrait à ressembler à un flottement dirigé sans fermeté, proche de celui que pratiquent déjà de nombreux pays à marché émergent. Quelques pays seulement, dont le Chili, la Colombie et Israël, ont réussi à appliquer un système similaire à celui proposé par Williamson. Dans ces trois cas, le système mis en place a simplement servi de transition vers un régime plus flexible fondé sur la poursuite de cibles

d'inflation et une complète indépendance de la politique monétaire.

Régime de flottement dirigé bonifié

Goldstein (2002) préconise lui aussi un nouveau régime de change pour les économies émergentes : le flottement dirigé « bonifié » (en anglais, *Managed Floating Plus*). Les systèmes de Goldstein et de Williamson ont maints objectifs en commun, mais le problème est abordé sous un angle légèrement différent. À l'instar de Williamson, Goldstein a tenté de trouver une solution intermédiaire viable qui assure aux autorités monétaires une certaine indépendance dans la conduite de leur politique monétaire, tout en éliminant (au moins en partie) la volatilité excessive induite par un régime de flottement entièrement libre.

Contrairement à la proposition de Williamson, qui assigne un rôle de premier plan au taux de change, celle de Goldstein repose sur l'établissement d'une cible interne d'inflation comme point d'ancrage nominal de la politique monétaire et accorde plus d'importance à la stabilisation de l'économie nationale qu'au maintien de la parité de change. Les autorités monétaires pourraient encore intervenir sur les marchés des changes et gérer le taux de change de leur devise, mais seulement dans la mesure où leur action ne compromet pas l'atteinte de l'objectif d'inflation. Dès qu'il y aurait incompatibilité entre les deux objectifs, la stabilité des prix intérieurs devrait passer avant le taux de change.

Les autorités monétaires pourraient encore intervenir sur les marchés des changes et gérer le taux de change de leur devise, mais seulement dans la mesure où leur action ne compromet pas l'atteinte de l'objectif d'inflation.

Afin de réduire au maximum la volatilité excessive des prix des actifs financiers et la vulnérabilité aux crises financières, les économies de marché émergentes seraient encouragées à mettre en place des systèmes élaborés permettant de surveiller le niveau de l'endettement public et privé et la proportion des engagements libellés en devises. Le régime de

flottement dirigé bonifié implique aussi un effort accru de développement des marchés financiers intérieurs et de réduction de la dépendance envers les emprunts en devises. Par ailleurs, les économies émergentes seraient invitées à être plus circonspectes en matière de libéralisation des marchés financiers et à conserver certaines restrictions aux mouvements de capitaux jusqu'à la création d'une infrastructure adéquate en matière de surveillance et de réglementation. Cette approche graduée à l'égard de l'ouverture des marchés limiterait l'exposition de l'économie aux chocs externes et aux sautes d'humeur des investisseurs. Ces restrictions seraient toutefois considérées comme des mesures temporaires et regrettables, et non comme une caractéristique permanente de l'économie.

Mis à part les restrictions aux mouvements de capitaux jugées nécessaires à court terme, le système proposé par Goldstein accuse une grande ressemblance avec les régimes de changes flottants actuellement appliqués par de nombreux pays industrialisés. Comme Calvo et Reinhart l'ont fait observer avec justesse, les régimes de flottement pur constituent l'exception plutôt que la règle. En effet, les autorités monétaires de nombreux pays à régime de changes flottants interviennent régulièrement sur les marchés des changes. La seule chose qui distingue les régimes de changes flottants des régimes de flottement dirigé est la fréquence et l'ampleur des interventions. À la limite, bien sûr, le régime décrit par Goldstein se confond avec celui de Williamson, la seule différence étant le poids accordé au taux de change. Même si ces deux formules intermédiaires partent des deux pôles opposés de l'éventail des régimes existants, elles peuvent être définies de façon à se recouper pour l'essentiel.

Conclusions

Aucun des deux pôles de l'éventail des régimes de change existants ne semble présenter d'attrait pour les économies émergentes dont les marchés financiers sont intégrés aux marchés mondiaux. D'une part, bien que les principaux pays industrialisés aient manifesté une nette préférence soit pour les régimes à parité fixe très rigide, soit pour le flottement libre, ces deux solutions posent des problèmes importants dans les pays où les marchés financiers sont moins développés, la crédibilité est limitée et les systèmes de surveillance sont rudimentaires. D'autre part, les régimes de changes fixes traditionnels, fondés sur une parité fixe et des marges de fluctuation étroites, se sont avérés instables de nature et de véritables invitations à la spéculation.

Les solutions les plus prometteuses pour la plupart des pays à marché émergent seraient ainsi les deux régimes intermédiaires récemment proposés. On ne doit pas en conclure pour autant que ceux-ci sont aussi intéressants l'un que l'autre. Le flottement dirigé bonifié nous apparaît le plus prometteur des deux, car il allie les caractéristiques souhaitables du régime de changes flottants (indépendance de la politique monétaire et rôle d'amortisseur face aux chocs) avec un cadre permettant de surmonter les principaux problèmes qui ont gêné la mise en œuvre de ce régime dans ces économies (absence d'un point d'ancrage nominal et vulnérabilité aux variations soudaines du taux de change). En outre, le flottement dirigé bonifié a déjà été pratiqué avec un certain succès dans des pays comme le Brésil, le Chili, le Mexique et l'Afrique du Sud. Les caisses d'émission et la dollarisation sont avant tout une solution de dernier recours pour les pays affligés du « péché originel » ou trop petits pour

avoir leur propre monnaie. L'union monétaire est envisageable pour certaines économies émergentes, principalement les économies européennes en transition, mais ce groupe est plutôt restreint. Enfin, d'autres options, comme l'arrimage à un panier de devises avec marges de fluctuation et parité mobile, ont aussi leur utilité, mais seulement à titre de transition et à condition que les autorités se ménagent clairement une porte de sortie.

En terminant, il convient de souligner qu'aucun régime de change n'est optimal pour tous les pays ni à toutes les époques, pas plus qu'un régime de change ne saurait suppléer à l'absence de bonnes politiques économiques et de solides institutions. Le régime de change doit être considéré comme un élément constitutif d'un régime monétaire cohérent, lui-même partie intégrante d'un cadre macroéconomique sain.

Ouvrages et articles cités

Aizenman, J., et R. Hausmann (2000). « Exchange Rate Regimes and Financial-Market Imperfections », document de travail n° 7738, National Bureau of Economic Research.

Bailliu, J., R. Lafrance et J.-F. Perrault (2001). « Régimes de change et croissance économique dans les marchés émergents ». In : *Les taux de change flottants : une nouvelle analyse*, actes d'un colloque tenu à la Banque du Canada, novembre 2000, Ottawa, Banque du Canada, p. 347-377.

_____ (2002). « Does Exchange Rate Policy Matter for Growth? », document de travail n° 2002-17, Banque du Canada.

Bordo, M., et M. Flandreau (2001). « Core, Periphery, Exchange Rate Regimes and Globalization », document de travail n° 8584, National Bureau of Economic Research.

Calvo, G., et C. Reinhart (2002). « Fear of Floating », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 117, n° 2, p. 379-408.

Chang, R., et A. Velasco (2000). « Exchange-Rate Policy for Developing Countries », *The American Economic Review*, vol. 90, n° 2, p. 71-75.

Edwards, S. (2001). « Dollarization and Economic Performance: An Empirical Investigation », document de travail n° 8274, National Bureau of Economic Research.

_____ (2001). « The Determinants of the Choice between Fixed and Flexible Exchange-Rate Regimes », document de travail n° 5756, National Bureau of Economic Research.

Eichengreen, B. (1998). « The Only Game in Town », *The World Today* (décembre), p. 317-320.

_____, et R. Hausmann (1999). « Exchange Rates and Financial Fragility », document de travail n° 7418, National Bureau of Economic Research.

Fischer, S. (2001). « Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct? », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 15, n° 2, p. 3-24.

Fonds monétaire international (1960-2000). *Annual Report(s) on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*, Washington (D.C.), FMI.

_____ (1997). « Régimes de change et résultats économiques des pays en développement ». In : *Perspectives de l'économie mondiale* (octobre), Washington (D.C.), FMI. Chapitre 4 de l'ouvrage, p. 85-106.

- Fonds monétaire international (1999). *Exchange Rate Arrangements and Currency Convertibility: Developments and Issues*, Washington (D.C.), FMI.
- _____ (2000). « Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy », Étude spéciale n° 193 du FMI.
- Frankel, J., et A. Rose (2002). « An Estimate of the Effect of Common Currencies on Trade and Income », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 117, n° 2, p. 437-466.
- Ghosh, A., A. Gulde, J. Ostry et H. Wolf (1997). « Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter? », document de travail n° 5874, National Bureau of Economic Research.
- Goldstein, M. (2002). « Managed Floating Plus », *Policy Analyses in International Economics*, Washington (D.C.), Institute for International Economics.
- _____, G. Kaminsky et C. Reinhart (2000). *Assessing Financial Vulnerability: An Early Warning System for Emerging Markets*, Washington (D.C.), Institute for International Economics.
- Honohan, P. (1997). « Banking System Failures in Developing and Transition Countries: Diagnosis and Prediction », document de travail n° 39, Banque des Règlements Internationaux.
- Laidler, D. (1999). « The Exchange Rate Regime and Canada's Monetary Order », document de travail n° 99-7, Banque du Canada.
- _____ (2002). « Inflation Targets versus International Monetary Integration: A Canadian Perspective », document de travail n° 773, CESifo.
- Levy-Yeyati, E. L., et F. Sturzenegger (1999). « Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words ». Document accessible à l'adresse <http://www.utdt.edu/~ely/Regimes_final.pdf>.
- Levy-Yeyati, E. L., et F. Sturzenegger (2001). « To Float or to Trail: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes ». Document accessible à l'adresse <http://www.utdt.edu/~ely/growth_final.PDF>Fonds monétaire international.
- Masson, P. R. (2001). « Exchange Rate Regime Transitions », *Journal of Development Economics*, vol. 64, n° 2, p. 571-586.
- Obstfeld, M., et K. Rogoff (1995). « The Mirage of Fixed Exchange Rates », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, n° 4, p. 73-96.
- Poirson, H. (2001). « How Do Countries Choose Their Exchange Rate Regime? », document de travail n° 01/46, Fonds monétaire international.
- Reinhart, C., et K. Rogoff (2002). « The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation », document de travail n° 8963, National Bureau of Economic Research.
- Rogoff, K. (1998). « The Risks of Unilateral Exchange Rate Pegs ». In : *The Implications of Globalization of World Financial Markets*, sous la direction d'Alan Meltzer, actes d'un colloque tenu par la Banque de Corée, 1998, Séoul, Banque de Corée, p. 153-170.
- Rose, A. (2000). « One Money, One Market: The Effect of Common Currencies on Trade », *Economic Policy: A European Forum* (avril), vol. n° 30, p. 7-33.
- Williamson, J. (2000). *Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option*, Washington (D.C.), Institute for International Economics.

Transparence et réaction des taux d'intérêt à la publication périodique des données macroéconomiques

Nicolas Parent, département des Marchés financiers

- Il est généralement reconnu aujourd'hui qu'une grande transparence facilite une mise en œuvre harmonieuse et une plus grande efficacité de la politique monétaire.
- La réaction des taux d'intérêt à la publication de données macroéconomiques est liée au degré de transparence de la politique monétaire. Dans un marché efficient, les taux d'intérêt pourraient s'ajuster à la hausse ou à la baisse après la publication des données macroéconomiques pour refléter les nouvelles anticipations des marchés au sujet de la politique monétaire.
- Dans la mesure où les acteurs financiers sont en mesure d'anticiper plus facilement les décisions de politique monétaire, les annonces de modifications du taux cible du financement à un jour ne devraient normalement pas entraîner de fluctuations très marquées des taux d'intérêt à court terme.
- Depuis l'entrée en vigueur du régime d'annonces à dates préétablies pour les modifications du taux cible du financement à un jour, les réactions des taux d'intérêt à la publication de données macroéconomiques et aux modifications du taux cible du financement à un jour donnent une bonne idée de la compréhension que les acteurs financiers ont des éléments dont la Banque tient compte dans la conduite de la politique monétaire.

Depuis le début des années 1990, la Banque du Canada a pris plusieurs mesures dans le but d'accroître la transparence de sa politique monétaire. Une grande transparence aide les marchés financiers à déterminer les informations sur lesquelles la Banque se fonde pour prendre ses décisions de politique monétaire. La transparence devrait donc faire en sorte que les marchés financiers ajustent leurs attentes de taux d'intérêt dès la publication de données macroéconomiques, devançant ainsi les autorités monétaires. Le présent article¹ étudie cet aspect de la transparence de la politique monétaire en examinant la réaction des taux d'intérêt à la publication périodique d'indicateurs macroéconomiques.

Définition, avantages et pratique de la transparence

Dans le cadre de cette étude, nous définissons la transparence de la politique monétaire comme le résultat de l'ensemble des mesures prises par la banque centrale en vue de permettre aux marchés financiers et aux agents économiques en général d'avoir une bonne connaissance et une bonne compréhension des éléments qui sont pris en considération dans la conduite de la politique monétaire².

1. L'article s'inscrit dans le prolongement de l'étude de Gravelle et Moessner (2002), qui contient un exposé détaillé des hypothèses que nous avons retenues. Comme nous l'expliquons à la note 9, la méthode économétrique que nous avons utilisée est toutefois un peu différente.

2. Les éléments d'information et d'analyse préalables à la prise des décisions de politique monétaire sont exposés dans Macklem (2002).

Il est reconnu aujourd'hui que la transparence de la politique monétaire offre de nombreux avantages. En annonçant ses objectifs en matière d'inflation, la banque centrale permet aux agents économiques d'aligner leurs anticipations d'inflation sur la cible visée. Quand il existe des cibles crédibles, les attentes d'inflation contribuent à atténuer plutôt qu'à amplifier la réaction de l'inflation aux chocs imprévus. Un autre avantage de la transparence a trait à la capacité qu'elle donne aux acteurs financiers de mieux anticiper les mesures que va prendre la banque centrale et d'en tenir compte dans leurs opérations. Ainsi, la banque centrale peut modifier le taux cible du financement à un jour sans trop provoquer de volatilité sur les marchés.

Au cours des années 1990, la Banque du Canada a entrepris un certain nombre d'initiatives visant notamment à rendre la politique monétaire plus transparente³. Parmi ces mesures, il faut citer l'adoption, en 1991, du régime de cibles d'inflation, la publication deux fois l'an à partir de 1995 du *Rapport sur la politique monétaire* et, à partir de 1996, la publication de communiqués expliquant les décisions en matière de politique monétaire. Plus récemment, en décembre 2000, la Banque du Canada a institué un régime de dates préétablies pour l'annonce des modifications du taux cible du financement à un jour.

Efficiences des marchés et effets de la transparence

Afin d'établir le degré d'assouplissement ou de resserrement monétaire requis pour maintenir le taux d'inflation près du point médian de la fourchette cible de 1 à 3 %, la Banque du Canada suit de près l'évolution de nombreux indicateurs macroéconomiques, par exemple les données mensuelles du PIB et de l'IPC. Lorsque les marchés financiers comprennent bien les facteurs qui agissent sur l'inflation, l'évaluation qu'en fait la Banque et les mesures qu'elle va probablement prendre pour y faire face, la structure des taux d'intérêt devrait s'ajuster instantanément à l'information véhiculée par les nouvelles données macroéconomiques. La théorie de l'efficacité des marchés stipule en effet que les prix des différents instruments financiers reflètent en tout temps l'ensemble de l'information disponible. Si les marchés sont efficaces, l'ajustement des taux d'intérêt devrait se faire de manière quasi-instantanée après la publication d'une donnée si

celle-ci vient modifier les anticipations relatives à la politique monétaire.

Évidemment, il est impossible de prévoir parfaitement les décisions de la banque centrale, car elles ne sont pas de simples réactions mécaniques et elles se prennent dans un contexte d'incertitude au sujet de l'évolution économique.

Dans un contexte de transparence parfaite et de symétrie de l'information, les modifications du taux cible du financement à un jour annoncées par la Banque seraient totalement anticipées par les marchés et n'entraîneraient, de ce fait, aucun ajustement de la courbe de rendement. Le phénomène contraire se produirait si la politique monétaire était mal comprise ou si les marchés ne partageaient pas le point de vue de la Banque sur la conjoncture. Évidemment, il est impossible de prévoir parfaitement les décisions de la banque centrale, car elles ne sont pas de simples réactions mécaniques et elles se prennent dans un contexte d'incertitude au sujet de l'évolution économique⁴. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle le jugement reste un élément déterminant du processus. Néanmoins, même si la conduite de la politique monétaire est toujours entachée d'incertitude, une plus grande transparence devrait entraîner une meilleure correspondance entre l'interprétation de la Banque et celle des marchés au sujet de l'évolution économique.

Avant décembre 2000, l'incertitude associée à la politique monétaire tenait en partie au fait que les marchés ignoraient le moment précis où la Banque modifierait le taux cible du financement à un jour. La compréhension du rôle des données macroéconomiques canadiennes jetant peu d'éclairage sur cette question, les participants aux marchés déployaient des efforts limités pour comprendre l'impact possible de ces

3. Voir Thiessen (2000).

4. Voir Jenkins et Longworth (2002).

données sur la politique monétaire. De plus, comme les participants devaient toujours se positionner sur les marchés en prévision d'une éventuelle modification du taux à un jour, les marchés tournaient au ralenti dans la matinée lorsqu'on s'attendait à une modification du taux à un jour. Cette incertitude durait dans certains cas plusieurs jours. Le nouveau régime devrait permettre aux marchés financiers de mieux anticiper les variations des taux d'intérêt et les porter à focaliser davantage leur attention sur la situation économique et monétaire au Canada⁵. Un des objectifs du présent article consiste à essayer de déterminer si ces objectifs ont été atteints.

Modélisation des facteurs affectant les taux d'intérêt

Pour les fins de notre analyse, nous utilisons un modèle permettant de mesurer l'incidence que les surprises liées à la publication de données macroéconomiques et les modifications du taux directeur ont sur les taux à court terme. Ce modèle repose sur de simples régressions linéaires et s'écrit comme suit :

$$\Delta y_t = \alpha + \sum_{i=1}^n \beta_i (x_{i,t} - x_{i,t}^e) + \eta \Delta r_t + \sum_{i=1}^m \lambda \Delta y_{t-i} + \varepsilon_t,$$

où la variable dépendante, Δy_t , représente la variation journalière des taux d'intérêt d'un certain terme⁶; α , une constante; $x_{i,t}$, la valeur de l'indicateur macroéconomique i publié au jour t ; n , le nombre d'indicateurs macroéconomiques; $x_{i,t}^e$, les attentes des marchés au sujet de cet indicateur⁷; Δr_t , la variation du taux cible du financement à un jour; Δy_{t-i} , les valeurs retardées de la variable dépendante.

5. Voir Dodge (2002).

6. Idéalement, il faudrait examiner la variation des taux d'intérêt survenue dans les minutes qui suivent la publication d'une donnée. Ederington et Lee (1993) ainsi que Fleming et Remolona (1999) ont d'ailleurs montré que la réaction des prix à la publication prévue de données économiques est terminée après une ou deux minutes. Dans la plupart des recherches empiriques, le chercheur ne dispose cependant pas de données de haute fréquence, par exemple de données publiées de minute en minute. Pour cette raison, les variations de taux d'intérêt que nous utilisons dans cette étude sont celles que l'on observe entre les taux de clôture de deux journées ouvrables consécutives.

7. Selon la théorie de l'efficacité des marchés financiers, les taux d'intérêt devraient réagir uniquement à la partie non anticipée des annonces. Si les annonces reflètent parfaitement les attentes des participants, les taux d'intérêt ne réagissent pas à cette donnée.

Les attentes des marchés financiers sont données par la médiane des réponses provenant d'un sondage réalisé par Standard & Poor's MMS avant chaque publication de données. Lorsqu'il n'y a pas d'annonce au cours d'une journée, $x_{i,t} - x_{i,t}^e$ prend la valeur zéro. Les coefficients de chaque régression sont estimés par la méthode des moindres carrés ordinaires⁸. L'inclusion de la variation du taux à un jour permet de déterminer si les modifications de ce taux étaient anticipées par les marchés. Nous utilisons comme variable dépendante les taux de clôture des contrats à terme sur acceptations bancaires à trois mois (contrats BAX), ainsi que les rendements des obligations de référence du gouvernement canadien à deux ans. Si nous utilisons les BAX plutôt qu'un autre instrument du marché monétaire, c'est parce que les contrats à terme ont tendance à réagir plus vite que les autres instruments financiers aux annonces macroéconomiques. Harvey (1996) explique en effet que « la plus grande souplesse que présente le marché des BAX devrait inciter les participants aux marchés à recourir à ce marché avant celui du comptant lors de l'arrivée d'une nouvelle information ».

Nous retenons dans notre étude à la fois des indicateurs de l'économie canadienne et de l'économie américaine. Puisque l'économie canadienne est une économie ouverte fortement liée à l'économie américaine, on s'attend à ce que l'évolution des données américaines influence la courbe de rendement canadienne. C'est pour cette raison qu'en plus des données macroéconomiques canadiennes, nous avons retenu comme variables explicatives dix données macroéconomiques américaines. Les indicateurs canadiens sont l'IPC, l'IPC hors alimentation, énergie et effet des modifications des impôts indirects, l'indice des prix à la production, les grands accords salariaux, l'emploi, le taux de chômage, les ventes au détail, le solde de la balance commerciale, le PIB ainsi que le compte courant. Les indicateurs macroéconomiques américains retenus sont les emplois non agricoles, le taux de chômage, l'IPC, l'indice des prix à la production, les mises en chantier de logements, les ventes au détail, l'indice produit par la National Purchasing Managers (le NAPM devenu récemment l'ISM), la production industrielle, les échanges de biens et services et le PIB.

8. Une matrice de covariance ajustée avec la méthode Newey-West produit des estimations ne comportant aucun biais en cas d'hétéroscédasticité et d'autocorrélation des résidus (Newey-West, 1987).

Résultats empiriques

Pour évaluer les résultats obtenus par la Banque dans sa recherche d'une plus grande transparence, nous avons estimé le modèle pour deux périodes. La première va de février 1996, le moment où la Banque a commencé à expliquer dans un communiqué les motifs de chacune de ses décisions de politique monétaire, à novembre 2000, soit juste avant l'institution du régime de dates préétablies. La seconde période s'étend de décembre 2000 à septembre 2002. Nous utilisons cette deuxième période pour déterminer si le nouveau régime semble avoir focalisé davantage l'attention des acteurs financiers sur l'économie canadienne. Évidemment, il faut être prudent dans l'interprétation des résultats de cette démarche, car le second échantillon est très court.

Un résultat d'importance qui se dégage de l'analyse portant sur la première période est l'impact significatif que les modifications apportées au taux cible du financement à un jour ont sur les taux d'intérêt (voir Tableau 1). Ce résultat est conforme à nos attentes, car la grande incertitude qui existait avant l'adoption du régime de dates préétablies rendait plus difficile toute prévision relative aux mesures de politique monétaire. On obtient toutefois un résultat contraire quand on refait la même estimation sur la période postérieure à l'adoption du nouveau régime, ce qui donne à penser que le régime de dates préétablies a amélioré la prévision des mesures de politique monétaire.

Tableau 1

Réactions des taux d'intérêt aux modifications du taux directeur

	Contrats BAX	Taux d'intérêt à 2 ans
Coefficient de la variation du taux directeur (de février 1996 à novembre 2000)	0,450	0,161
(niveau de signification)	(0,001)	(0,011)
Coefficient de la variation du taux directeur (de décembre 2000 à septembre 2002)	0,082	0,022
(niveau de signification)	(0,298)	(0,764)

Nota : Lorsque le niveau de signification est inférieur à 0,01, le coefficient de la variable est significativement différent de zéro au niveau de 1 %.

En ce qui concerne l'importance accordée aux données macroéconomiques, les résultats obtenus avec le premier échantillon indiquent que les taux d'intérêt au Canada ne réagissaient pas de façon significative à la publication de données canadiennes.

En ce qui concerne l'importance accordée aux données macroéconomiques, les résultats obtenus avec le premier échantillon indiquent que les taux d'intérêt au Canada ne réagissaient pas de façon significative à la publication de données canadiennes. En effet, abstraction faite des données de l'emploi, qui ont un impact significatif sur les taux à deux ans au niveau de 5 %, aucune publication de données macroéconomiques canadiennes n'a eu une incidence significative avant l'adoption du régime de dates préétablies⁹. De plus, nos résultats montrent que, de façon conjointe, les données canadiennes n'ont pas d'impact significatif sur les taux d'intérêt (voir Tableau 2). Au cours de la période antérieure à l'adoption du régime de dates préétablies, les indicateurs provenant des États-Unis expliqueraient toutefois significativement les variations de taux d'intérêt au Canada. Plusieurs coefficients associés à des données macroéconomiques américaines sont en effet significatifs et sont du signe attendu. Quatre variables macroéconomiques américaines influencent à la fois les taux d'intérêt à deux ans et les BAX : la production industrielle, l'indice ISM, les emplois non agricoles et les ventes au détail. Selon les commentaires recueillis auprès des opérateurs et les analystes financiers, ces quatre variables sont effectivement susceptibles d'avoir un impact sur les marchés¹⁰.

9. Au niveau de 1 %, aucun coefficient associé aux annonces canadiennes n'est significativement différent de zéro. Gravelle et Moessner (2002) ont obtenu le même résultat. Ces derniers utilisaient un modèle semblable, à la seule différence qu'ils n'incluaient pas les valeurs retardées de la variable dépendante.

10. Le PIB américain s'ajoute aux variables ayant un impact significatif sur les BAX, mais nous n'obtenons pas le signe positif attendu.

Tableau 2

Tests d'exclusion des données canadiennes

	Contrats BAX	Taux d'intérêt à 2 ans
Niveau de signification associé à un test de Wald (de février 1996 à novembre 2000)	0,238	0,370
Niveau de signification associé à un test de Wald (décembre 2000 à septembre 2002)	0,000	0,000

Nota : Lorsque le niveau de signification est inférieur à 0,01, on rejette l'hypothèse selon laquelle l'ensemble des données canadiennes n'a pas d'impact significatif au niveau de 1 %.

Étant donné la taille du marché américain et le degré d'ouverture de l'économie canadienne, on s'attend à ce que les taux d'intérêt canadiens soient influencés par l'évolution survenue aux États-Unis. Toutefois, les données canadiennes devraient aussi avoir une incidence sur les taux d'intérêt à court terme, car il est bien évident que la politique monétaire de la Banque vise d'abord et avant tout l'économie canadienne. Le fait que, de façon conjointe, les données canadiennes ne soient pas significatives avant l'adoption du nouveau régime soulève d'importantes questions.

Selon Gravelle et Moessner (2002), les résultats montrant que les taux d'intérêt canadiens réagissaient principalement aux données américaines avant l'instauration du régime de dates préétablies pourraient s'expliquer par le fait que la grande convergence des cycles économiques dans les deux pays a entraîné une certaine concordance des politiques monétaires. Au cours de cette période, le quart des décisions de la Banque de modifier le taux cible du financement à un jour ont été prises le lendemain d'une réunion du Comité de l'open market de la Réserve fédérale américaine (FOMC). En outre, ces décisions allaient dans le même sens que celles de la Réserve fédérale, et les changements de taux étaient de même amplitude. Étant donné l'impossibilité de prévoir le moment exact des changements du taux directeur en se fiant aux données publiées au Canada, les acteurs financiers canadiens auraient concentré leur attention sur l'évolution de la conjoncture aux États-Unis. Les commentaires recueillis à l'époque auprès des participants aux marchés financiers canadiens confirment que ceux-ci voyaient dans la conjoncture économique américaine un très bon instrument de prévision de la politique monétaire canadienne.

Ce résultat vient renforcer l'hypothèse selon laquelle les participants aux marchés financiers accordaient beaucoup trop de poids aux annonces américaines lorsque les données canadiennes ne permettaient pas de prévoir avec précision le moment des variations des taux d'intérêt au Canada.

Les résultats obtenus sur la période écoulée depuis l'adoption du régime de dates préétablies dénotent un changement radical. Tout d'abord, il semble que les données macroéconomiques canadiennes jouent maintenant un rôle plus grand dans les fluctuations des taux d'intérêt à court terme au Canada. Il est désormais possible de rejeter l'hypothèse selon laquelle les données canadiennes n'ont pas d'impact significatif sur les taux d'intérêt. En particulier, les ventes au détail et le taux de chômage influencent tant les taux à deux ans que les BAX. De plus, l'indice des prix à la production et le PIB affectent les taux des BAX et tous les coefficients associés à ces variables ont le signe attendu¹¹. Par ailleurs, le nombre d'indicateurs américains ayant un impact significatif sur les taux d'intérêt a diminué même si certaines données américaines conservent leur importance. Ce résultat vient renforcer l'hypothèse selon laquelle les participants aux marchés financiers accordaient beaucoup trop de poids aux annonces américaines lorsque les données canadiennes ne permettaient pas de prévoir avec précision le moment des variations des taux d'intérêt au Canada¹². Notons que, de façon conjointe, les données américaines sont demeurées

11. Le coefficient du compte courant est également significatif lorsqu'on utilise les taux à deux ans comme variable dépendante, mais nous n'obtenons pas le signe positif attendu. Lorsqu'on exclut le compte courant de notre équation, l'ensemble des données canadiennes est toujours significatif et nos conclusions ne changent pas.

12. Afin de tester différentes spécifications, nous avons réestimé toutes les équations sans l'utilisation des valeurs retardées de la variable dépendante comme le faisait Gravelle et Moessner (2002) et, de façon globale, nos résultats sont les mêmes.

significatives au niveau de 1 % après l'instauration du nouveau régime.

Nous avons établi précédemment que depuis l'adoption du régime de dates préétablies, les modifications apportées au taux cible du financement à un jour n'ont plus d'impact significatif sur les taux d'intérêt de court terme, car les marchés financiers sont en général capables d'anticiper ces modifications. Nous savons toutefois que la Banque a surpris les marchés financiers à quelques reprises depuis la mise en œuvre du nouveau régime. Pour mesurer l'effet qu'ont eu ces surprises, nous avons remplacé dans le précédent modèle les modifications du taux cible du financement à un jour par la portion non anticipée de ces modifications¹³. Selon nos résultats, les surprises n'ont pas le même impact sur le taux des BAX et sur celui des obligations de référence à deux ans (voir Tableau 3). En effet, elles semblent influencer significativement les BAX, alors qu'elles ne semblent avoir aucune incidence sur les taux à deux ans. Cela peut s'expliquer par le fait que le BAX est un instrument à plus court terme et plus sujet à réagir à une surprise parce que son taux est étroitement lié à celui du financement à un jour. Par contre, les taux d'intérêt à deux ans reflètent davantage l'orientation générale de la politique monétaire. Le fait que ces taux ne réagissent pas significativement aux surprises qui peuvent se produire à une date d'annonce préétablie incite à croire que celles-ci ne changent pas les anticipations des marchés financiers sur l'orientation de la politique monétaire à moyen terme. Les marchés financiers sont donc capables de bien anticiper la

direction générale des taux d'intérêt même s'ils sont parfois surpris lors d'une date d'annonce spécifique.

Les marchés financiers sont donc capables de bien anticiper la direction générale des taux d'intérêt même s'ils sont parfois surpris lors d'une date d'annonce spécifique.

Bien que certains indices donnent à penser que les acteurs financiers aient récemment accordé une plus grande attention à la situation économique et monétaire canadienne, il est difficile de déterminer si ce résultat est relié au seul régime de dates préétablies ou si d'autres facteurs y sont pour quelque chose. On peut notamment penser que si un choc affectait de façon différente l'économie canadienne et l'économie américaine, comme cela s'est d'ailleurs produit avec l'éclatement récent de la bulle spéculative dans le secteur technologique, il obligerait les autorités monétaires des deux pays à adopter des mesures différentes. De l'avis des acteurs financiers, il était donc nécessaire d'accorder une plus grande importance à l'évolution de l'économie canadienne. En tout état de cause, étant donné que la période qui s'est écoulée depuis le début du nouveau régime est encore relativement courte, il faudra sans doute effectuer de nouvelles estimations à l'avenir pour voir si elles confirment les conclusions actuelles.

Tableau 3

Réaction des taux d'intérêt aux surprises causées par les modifications du taux directeur

Depuis l'instauration du régime de dates préétablies

	Contrat BAX	Taux d'intérêt à 2 ans
Coefficient associé à la surprise (niveau de signification)	0,699 (0,000)	-0,036 (0,881)

13. Pour mesurer les surprises, il nous fallait déterminer les anticipations des marchés. Nous utilisons pour cela un modèle basé sur des instruments du marché monétaire et notre estimation d'une prime à terme. Pour l'ensemble de la période suivant l'adoption du régime de dates préétablies, la surprise moyenne lors des annonces de modification du taux cible par la Banque serait d'un peu moins de 10 points de base. À trois des quinze dates d'annonce, la Banque a fortement surpris les marchés, la modification effectuée par elle étant d'au moins 25 points de base plus élevée ou moins élevée que celle anticipée par les marchés.

Conclusion

Nos recherches indiquent que les modifications du taux à un jour effectuées avant l'adoption du régime de dates préétablies ont entraîné une certaine volatilité des taux d'intérêt et que la publication des données macroéconomiques canadiennes ne semble pas influencer les taux d'intérêt de façon importante. Depuis l'adoption de ce régime, la publication de données macroéconomiques canadiennes a un impact accru sur les taux d'intérêt à court terme. Cette observation incite à penser que les acteurs financiers ont maintenant une meilleure compréhension des éléments qui entrent en ligne de compte dans la conduite de la politique monétaire et que les efforts entrepris par la Banque dans le but d'augmenter la transparence ont donné les résultats recherchés.

Ouvrages et articles cités

Dodge, D. (2002). « Défis et changements marquants pour la Banque dans une année fertile en événements », *Revue de la Banque du Canada* (printemps).

Ederington, L. H., et J. H. Lee (1993). « How Markets Process Information: News Releases and Volatility », *Journal of Finance*, vol. 48, n° 4, p. 1161-1191.

Fleming, M. J., et E. M. Remolona (1999). « Price formation and liquidity in the U.S. Treasury market: The response to public information », *Journal of Finance*, vol. 54, n° 5, p. 1901-1915.

Gravelle, T., et R. Moessner (2002). « Reactions of Canadian Interest Rates to Macroeconomic Announcements: Implications for Monetary Policy Transparency », *Journal of Bond Trading & Management*, vol. 1, n° 1, p. 27-43.

Harvey, N. (1996). « Le marché des contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes », *Revue de la Banque du Canada* (automne).

Jenkins, P., et D. Longworth (2002). « Politique monétaire et incertitude », *Revue de la Banque du Canada* (été).

Macklem, T. (2002). « Les éléments d'information et d'analyse préalables à la prise des décisions de politique monétaire », *Revue de la Banque du Canada* (été).

Newey, W., et K. West (1987). « A Simple Positive Semi-Definite, Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent Covariance Matrix », *Econometrica*, vol. 55, p. 703-718.

Thiessen, G. (2000). « Responsabilité et transparence dans la conduite de la politique monétaire au Canada », *Revue de la Banque du Canada* (printemps).

Résumé du colloque *Structure et dynamique des marchés financiers*

Charles Gaa et Peter Thurlow, département des Marchés financiers

Ce colloque tenu par la Banque du Canada les 29 et 30 novembre 2001 a réuni des universitaires, des opérateurs du marché et des décideurs publics, qui ont examiné l'apport des recherches récentes sur les marchés financiers, tout particulièrement l'étude de leur microstructure, à la pratique du métier de banquier central. Le texte qui suit renferme une synthèse des communications présentées et esquisse des pistes de recherche pour l'avenir.

Le thème du colloque a été choisi dans le but de mettre en lumière certains des travaux consacrés actuellement aux marchés financiers¹. La plupart des études présentées se rattachent à une branche relativement nouvelle de l'économie financière, la « microstructure des marchés », qui vise à expliquer comment la demande et l'offre latentes d'actifs financiers se concrétisent par des transactions et déterminent ainsi la dynamique du prix des actifs. Les recherches en microstructure des marchés portent sur la structure institutionnelle des marchés financiers, notamment les modes de diffusion de l'information et la structure incitative qui en résulte pour les opérateurs. La compréhension des flux d'information et des incitatifs en jeu peut pour sa part aider à expliquer le comportement des opérateurs, celui des marchés et le processus de détermination des prix des actifs. L'étude de la microstructure des marchés étant susceptible d'apporter une importante contribution à la réalisation de la mission de la banque centrale, il s'agit là d'un domaine de recherche essentiel pour cette dernière.

Au moment de mettre en œuvre la politique monétaire, la banque centrale doit avoir une idée des attentes du marché concernant l'orientation future de cette politique. En conséquence, la façon dont les recherches sur la microstructure des marchés peuvent d'abord aider la banque centrale à s'acquitter de sa mission est de favoriser une meilleure compréhension

1. Le volume des actes du colloque, qui vient de paraître, renferme des résumés de toutes les études présentées. Voir la liste des publications de la Banque du Canada, qui se trouve à la page 59 de la présente livraison de la *Revue*.

du fonctionnement des marchés et de leur réaction aux nouvelles et aux chocs économiques, ainsi que de la manière dont cette information est incorporée aux prix.

Les banques centrales étudient depuis longtemps les questions liées à la stabilité des diverses composantes du système financier (marchés financiers, institutions financières et systèmes de compensation et de règlement). Récemment, un certain nombre d'entre elles ont commencé à envisager ces questions de façon plus ciblée et mieux intégrée². Cet intérêt s'explique par plusieurs facteurs : l'importance du système financier dans une économie moderne; la forte interdépendance de ses différentes composantes; et l'appui que les banques centrales sont appelées à fournir à la bonne marche du système financier, par exemple en accordant des prêts à court terme aux institutions financières solvables qui éprouvent un problème passager de liquidité. Étant donné le rôle de plus en plus grand joué par les marchés financiers, une connaissance approfondie de leur mode de fonctionnement, tout particulièrement en période de tensions, revêt une importance fondamentale pour la stabilité financière.

Les banques centrales se livrent à des opérations sur les marchés financiers afin de mettre en œuvre la politique monétaire, de renforcer la stabilité financière ou de mener d'autres activités. Ces opérations pourraient bénéficier d'une analyse mieux structurée des marchés en cause. Par exemple, nombre de banques centrales gèrent des réserves de liquidités internationales et interviennent sur les marchés des changes. Bien qu'on soupçonne que l'intervention sur les marchés des changes ne donne généralement pas les résultats escomptés, les recherches sur la microstructure des marchés ont débouché sur des propositions susceptibles d'en améliorer l'efficacité. En outre, les banques centrales qui font office d'agent financier de l'État portent un vif intérêt à l'amélioration du fonctionnement et de la liquidité des marchés de titres d'État. Compte tenu du désendettement des administrations publiques, un bon nombre de banques centrales étudient la possibilité de détenir d'autres types d'actifs, ce qui n'est pas sans conséquence du point de vue de la liquidité et du

risque de crédit auquel elles s'exposent. Leurs opérations pourraient bénéficier des aperçus que les recherches sur la microstructure des marchés peuvent fournir à propos des déterminants et de la dynamique de la liquidité du marché.

La Banque du Canada s'est dotée d'un programme de recherche sur la microstructure des marchés en partie parce qu'elle était consciente de l'apport potentiel de tels travaux à la conception et à la stabilité des marchés. La mise en place de ce programme fait écho à l'évolution rapide que connaissent les marchés financiers sous l'impulsion de l'innovation technique et des réformes de la réglementation. Il est essentiel que la Banque comprenne en profondeur les conditions du bon fonctionnement des marchés financiers au fil des mutations structurelles qu'ils subissent.

Même si l'objet du colloque était de discuter de la structure et de la dynamique des marchés, les conférenciers invités à la séance de clôture ont fait observer que deux thèmes revenaient sans cesse dans les exposés. Ainsi que l'a souligné John Chant, le rôle de l'*information* sur le marché se trouvait au cœur de toutes les communications présentées et de tous les débats : la manière dont la structure des marchés influe, en temps normal et en période de tensions, sur l'intégration de l'information aux prix, la façon dont les questions d'information se répercutent sur le choix de la structure de marché, et l'incidence du changement technique sur le traitement de l'information et l'évolution institutionnelle du marché. Offrant une variation sur le même thème, les remarques de Richard Lyons ont porté en bonne partie sur l'information relative au flux d'ordres. Il a mis en relief les questions de droit de propriété liées à cette information et la valeur de celle-ci dans le processus décisionnel. Il s'est interrogé sur le degré approprié de transparence des marchés à l'égard de cette information et a proposé d'importants axes de recherche au sujet du rôle de ces données dans la dynamique du prix des actifs. Dino Kos s'est penché sur le thème de la *liquidité*, étudiant en particulier les raisons pour lesquelles les banques centrales devraient s'en préoccuper, les défis à relever dans le contexte actuel et les mesures, s'il en est, que les banques centrales pourraient prendre pour améliorer la liquidité.

La synthèse qui suit s'ordonne autour de deux grandes rubriques : la structure des marchés financiers et la dynamique du prix des actifs. Les résumés des communications présentées sont suivis d'un énoncé

2. Par stabilité financière nous entendons une situation dans laquelle le risque qu'une défaillance du système financier se traduise par d'importants coûts macroéconomiques est négligeable.

des principales leçons qui ont été tirées de chaque séance de travail. Nous posons en terminant plusieurs questions importantes qui sont ressorties des discussions.

La structure des marchés financiers

Les caractéristiques structurelles d'un marché influent sur son efficacité, sa stabilité et sa capacité de fonctionnement en période de tensions. Les marchés qui sont liquides, efficaces et dotés d'un bon mécanisme de détermination des prix (en un mot, les marchés qui présentent de « bonnes caractéristiques de fonctionnement ») sont relativement résilients. La stabilité financière peut être renforcée par une politique publique qui favorise les structures de marché appropriées (ou, à tout le moins, non inappropriées).

Un aspect de la structure du marché que l'on juge important pour la liquidité est le degré de centralisation de ce dernier. Selon l'économie des réseaux, le marché le plus liquide est celui qui compte le plus grand nombre de contreparties potentielles. Il y a fragmentation lorsqu'un vaste marché liquide peut être morcelé (par le jeu de la concurrence, par exemple) en sous-marchés plus petits. Par ailleurs, dans les marchés relativement décentralisés tels que la plupart des marchés de titres à revenu fixe, l'économie des réseaux n'est pas nécessairement le principal déterminant de la liquidité, de sorte qu'une intervention réglementaire d'envergure visant à limiter la fragmentation du marché risque de s'avérer inappropriée.

L'information disponible sur le marché est une autre caractéristique structurelle qui paraît tirer à conséquence pour la liquidité. Une transparence élevée est souvent perçue comme un ingrédient clé de l'équité, de l'efficacité et de la liquidité du marché. La transparence semble toutefois jouer un rôle variable selon la nature de ce dernier; certaines formes de transparence, sur les marchés qui se caractérisent par des transactions de fréquence irrégulière et de montant élevé, peuvent en fait avoir sur les participants des effets pervers qui limitent les transactions.

La structure de marché « optimale »

Étant donné le vaste éventail des structures de marché, il n'est pas facile pour les décideurs publics de déterminer les structures optimales du point de vue de la société. Plus particulièrement, les réglementations d'application générale, qui reposent sur l'hypothèse

implicite que les différences de structure des marchés sont attribuables à une déficience de ces derniers, peuvent poser problème.

Toni Gravelle compare, en soulignant leurs différences, les structures des marchés d'actions et de titres d'État multicourriers et les pratiques qui y ont cours. Il démontre qu'il existe des distinctions subtiles mais importantes entre ces deux types de marché, très similaires à première vue. Il fait ressortir les différences intrinsèques entre les deux catégories de titres et entre les investisseurs ainsi que dans le degré de centralisation et les règles de transparence en place. De l'avis de Gravelle, ces différences structurelles sont de nature à influencer de façon importante sur les activités des teneurs de marché et, par conséquent, sur leur apport à la liquidité du marché.

Pour étudier la question de la structure optimale du marché, **Nicolas Audet**, **Toni Gravelle** et **Jing Yang** élaborent un modèle dans lequel les clients peuvent opter pour un marché de contrepartie ou un marché fondé sur un carnet d'ordres à cours limité. D'après leurs résultats, les investisseurs préfèrent le marché de contrepartie quand les transactions sont de montant élevé et que leur fréquence est irrégulière, de même que s'ils subissent des chocs de portefeuille relativement importants. Ces conclusions cadrent avec l'observation selon laquelle les marchés dominés par un nombre relativement faible d'investisseurs institutionnels tendent à revêtir la forme de marchés de contrepartie.

Les structures de marché se mettent en place pour répondre aux besoins (souvent particuliers) des opérateurs. Il semblerait donc qu'il n'existe pas de forme structurelle unique qui soit optimale pour chaque marché ou chaque opérateur sur un marché déterminé.

L'effet des changements de structure sur la qualité des marchés

La structure de marché — concept qui recouvre le comportement des participants et les plateformes ou modalités de transaction sur un marché — exerce une importante influence sur la qualité du marché considéré. Étant donné l'observation voulant que des structures différentes puissent convenir à des marchés différents dans un cadre statique, les études résumées ci-après s'attachent à déterminer l'effet d'un changement de structure. Le premier document analyse une modification réellement survenue dans les exigences de transparence, tandis que le second porte sur

l'incidence potentielle des regroupements d'institutions.

Ananth Madhavan, David Porter et Daniel Weaver étudient l'effet que le renforcement, en avril 1990, de la transparence en amont des transactions à la Bourse de Toronto a eu sur la liquidité du marché. Contrairement à l'hypothèse selon laquelle une transparence accrue améliore la qualité des marchés, les auteurs constatent que ce changement a entraîné une détérioration de la liquidité du marché.

Chris D'Souza et Alexandra Lai examinent une autre source possible de modification de la structure du marché : les regroupements entre teneurs de marché. Ils démontrent que, si l'entité issue de la fusion possède une plus grande capacité de risque que les entreprises qui existaient avant (grâce à une plus grande diversification des secteurs d'activité), le regroupement peut entraîner une augmentation nette du capital de risque affecté aux activités de tenue de marché et améliorer ainsi la liquidité du marché et le bien-être des investisseurs.

Les effets d'un changement de structure du marché sur la qualité de ce dernier peuvent être contraires à l'intuition. Une analyse attentive s'impose dans ce cas.

La technologie et l'évolution de la structure des marchés

Loin d'être statique, la structure des marchés est en constante évolution. Par exemple, les progrès réalisés dans le domaine des technologies de l'information, en particulier l'avènement des systèmes de négociation électroniques, ont une incidence considérable sur la structure des marchés. Il est donc essentiel de comprendre la nature de ces changements et leurs répercussions sur la qualité des marchés.

Ian Domowitz analyse la relation entre les coûts de transaction, la technologie et le rôle des intermédiaires sur les marchés financiers. Il montre que la recherche d'économies au chapitre des coûts de transaction a entraîné l'apparition de nouveaux mécanismes de transaction automatisés et de nouveaux lieux d'exécution pour les ordres, d'où un risque de désintermédiation pour certains intermédiaires (dont les bourses de valeurs mobilières et les courtiers traditionnels actifs sur le marché de détail). Il analyse la tendance qui favorise les marchés avec carnet d'ordres à cours limité. L'auteur fait toutefois remarquer que cette évolution s'accompagne d'un nouvel ensemble de défis, touchant par exemple la gestion des liquidités des opérateurs, de sorte que les

entités victimes de la désintermédiation ont la possibilité de se réinventer ou de se « réintermédiaire ».

Allison Holland examine les implications de l'arrivée de systèmes de négociation électroniques sur le marché des fonds d'État britanniques, ainsi que la stratégie adoptée par l'administration chargée de la gestion de la dette publique face aux défis que leur implantation soulève. La décision d'instaurer un marché central dont des courtiers sont tenus d'assurer la liquidité, tout en ne modifiant à peu près pas le marché des clients ni le degré général de transparence du marché des fonds d'État, a été prise à la lumière d'une évaluation des différences fondamentales entre les divers segments de marché.

Les innovations technologiques sont en train de transformer en profondeur les marchés financiers et le rôle des participants, ce qui a des implications sur le plan de la concurrence, de la fragmentation et de la transparence. Si les autorités jugent nécessaire d'intervenir, elles doivent tenir compte de l'effet différent que les forces à l'œuvre auront sur les divers marchés et segments de marché.

La dynamique du prix des actifs

Les décideurs publics veulent savoir comment les crises prennent naissance sur les marchés financiers et comment elles se propagent de l'un à l'autre. Il est utile pour cela de comprendre les interactions entre les opérateurs des marchés ainsi que les incitations auxquelles ils sont soumis. Dans ce contexte, la dynamique de prix des marchés est considérée comme la résultante globale de la multitude de décisions prises en matière de transactions par chacun des opérateurs à chaque minute d'une journée de négociation, décisions qui dépendent des prix antérieurs. Des détails à première vue insignifiants concernant la structure des marchés et le mode d'interaction des participants peuvent donc avoir d'importantes répercussions sur le comportement des prix. Il faut souvent disposer de données de fréquence élevée, voire pour chaque échelon de cotation (*tick*), pour tester les hypothèses formulées au sujet de la microstructure des marchés. L'avènement de la négociation électronique permet de plus en plus de disposer d'informations détaillées de ce genre.

Analyse de la dynamique des marchés à la lumière de leur microstructure

Martin Evans et Richard Lyons évaluent l'incidence des transactions de gros sur les cours pratiqués sur les marchés des changes. À en juger par les résultats

qu'ils obtiennent, les opérations de rééquilibrage de portefeuille ont des effets tant temporaires que persistants (et importants sur le plan économique) sur les cours du change. Les auteurs constatent aussi que ces effets sont plus marqués lorsqu'il y a beaucoup de nouvelles d'ordre macroéconomique. En ce qui concerne les interventions sur les marchés des changes, les résultats impliquent que celles-ci auront des répercussions sensibles sur les prix si elles sont stérilisées, secrètes et neutres quant à l'orientation de la politique monétaire, et que leur effet sera maximal lorsque les marchés réagissent à la publication de données macroéconomiques. Les auteurs présentent une méthodologie permettant d'estimer l'incidence des interventions dans le cadre du modèle spécialisé qu'ils utilisent.

La dynamique des prix en période de tension des marchés

S'attachant à l'évolution du marché intercourriers des titres du Trésor américain pendant la crise causée par l'effondrement de Long-Term Capital Management, à l'automne 1998, **Craig Furfine** et **Eli Remolona** analysent la spécificité du mécanisme de détermination des prix dans un marché agité. Ils constatent que les flux de transactions ont plus d'effet sur les prix en période d'activité intense et d'asymétrie de la profondeur du marché. Leurs résultats indiquent aussi que le poids de la négociation sur les prix est plus élevé pendant une crise, même lorsqu'on neutralise l'incidence de l'asymétrie et de l'intensification de l'activité.

Toni Gravelle, **Maral Kichian** et **James Morley** élaborent une technique devant leur permettre de déterminer, à partir d'un modèle, les périodes de forte et de faible variance, dans le but d'établir si les corrélations entre les prix du marché augmentent de façon systématique en période de crise (phénomène appelé *shift contagion* en anglais). Leur méthode présente l'avantage supplémentaire de ne pas nécessiter la connaissance du pays d'origine de la crise. Les auteurs constatent l'existence d'une contagion de ce type sur les marchés des changes des pays développés,

mais non sur les marchés obligataires des économies de marché émergentes.

Il se peut que les marchés se comportent de manière assez différente lorsqu'ils sont soumis à des tensions. Les chercheurs et les décideurs publics doivent tenir compte du fait que la nature de la dynamique des prix et du comportement des marchés sont « dépendants de l'état ».

Questions en suspens

Si les recherches présentées ont permis de tirer un certain nombre de conclusions, les discussions ont mis en lumière plusieurs questions importantes qui ouvrent de nouvelles pistes de recherche.

- La liquidité du marché est-elle par certains aspects un bien public? Dans l'affirmative, quelles en sont les conséquences?
- Même si les marchés se dotent généralement de structures appropriées et efficaces, l'existence d'équilibres multiples peut-elle faire obstacle à l'apparition d'un optimum? Comment peut-on établir si une solution est optimale? Les décideurs publics peuvent-ils faire évoluer les marchés vers la structure optimale? Le doivent-ils?
- À quoi sont dues les tensions du marché? Existe-t-il différents types de tensions et, le cas échéant, comment les différencier? Les banques centrales peuvent-elles et doivent-elles intervenir pour atténuer les tensions? Dans l'affirmative, quand doivent-elles intervenir et comment?
- Où l'évolution technologique conduit-elle les marchés financiers? Rendra-t-elle les marchés financiers plus efficaces? Plus stables? Plus résilients? Et si tel est le cas, dans quelle mesure? Y a-t-il des coûts? Quels sont-ils? Jusqu'où iront les regroupements? Quelles conséquences auront-ils?

Discours

Introduction

Dans un discours prononcé devant la Chambre de commerce de Calgary en novembre 2002 et reproduit dans la présente livraison de la *Revue*, le gouverneur explique comment la banque centrale favorise le bien-être économique et financier du Canada. Il annonce le lancement prochain d'une nouvelle publication, la *Revue du système financier*, et mentionne qu'il faudra réduire à nouveau le degré de détente monétaire avant que l'économie n'atteigne sa pleine capacité au second semestre de 2003.

Les autres discours prononcés par le gouverneur sont reproduits dans le site Web de la Banque, à l'adresse www.banqueducanada.ca. En voici quelques-uns :

12 novembre 2002	Allocution prononcée lors d'un débat d'experts tenu à la Banque du Mexique, à Mexico, Mexique
17 octobre	Allocution prononcée devant la Chambre de commerce de Québec, à Québec, Québec
31 août	Allocution prononcée à un symposium organisé par la Banque fédérale de réserve de Kansas City, à Jackson Hole, Wyoming
24 juillet	Déclaration préliminaire faite à l'occasion de la parution de la <i>Mise à jour du Rapport sur la politique monétaire</i>
24 mai	Allocution prononcée devant la promotion sortante de la faculté de génie, Université Queen's
9 mai	Allocution prononcée à un déjeuner privé à la résidence du consul général du Canada, Chicago, Illinois
30 avril	Déclaration préliminaire faite devant le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce
26 avril	Conférence Donald Gow prononcée à la School of Policy Studies, Université Queen's
24 avril	Déclaration préliminaire faite à l'occasion de la parution du <i>Rapport sur la politique monétaire</i>
12 mars	Allocution prononcée devant la Chambre de Commerce France-Canada et l'association Les Canadiens en Europe. Premier discours d'importance du gouverneur à l'extérieur de l'Amérique du Nord, dans lequel il passe en revue certains des choix déterminants qu'a effectués le Canada dans l'établissement du cadre de conduite de sa politique monétaire

La promotion de la prospérité économique et financière du Canada

*Allocution prononcée par David Dodge
gouverneur de la Banque du Canada
devant la Chambre de commerce de Calgary
Calgary, Alberta
le 18 novembre 2002*

Bonjour à tous. Je vous remercie de m'avoir invité ici aujourd'hui. L'année 2002 aura été difficile pour un bon nombre de secteurs de l'économie albertaine. Beaucoup de fermiers ont souffert de la grave sécheresse qui a sévi dans l'ouest du pays, et les faibles cours du pétrole et du gaz ont restreint les investissements dans le secteur énergétique. De plus, la ville de Calgary s'est ressentie de la dégringolade de l'industrie des télécommunications. Cela dit, nous sommes convaincus que les perspectives de croissance de la province sont favorables, et j'aimerais entendre votre avis à ce sujet au cours de la période de discussion.

D'ici quelques minutes, je passerai en revue la situation et les perspectives d'évolution de l'économie canadienne. Mais, d'abord, j'aimerais vous entretenir d'un sujet qui a été au cœur des préoccupations des chefs d'entreprise et des dirigeants de l'État pendant la majeure partie de l'année, à savoir la nécessité de restaurer la confiance des investisseurs à l'égard des marchés financiers, des sociétés qui mobilisent des capitaux sur ces marchés et des spécialistes de la finance chargés de les surveiller.

Le rétablissement de la confiance à l'égard des marchés financiers

Permettez-moi d'expliquer pourquoi la Banque du Canada prête beaucoup d'attention à cette question. La Banque ne réglemente pas les institutions

financières ni les marchés, mais elle a pour mandat de promouvoir la stabilité financière et d'assurer la surveillance générale des principaux systèmes de paiement et de règlement. De plus, à titre d'agent financier du gouvernement, nous prenons une part active au fonctionnement des marchés des titres à revenu fixe. Nous avons donc tout intérêt à ce que les marchés financiers fonctionnent de manière efficiente.

La confiance est essentielle au fonctionnement efficient des marchés financiers. Aux États-Unis, cette confiance a été ébranlée à la suite de la découverte des pratiques douteuses de comptabilité et de gouvernance des sociétés Enron, WorldCom et autres. Malgré le fait que des problèmes de cette ampleur n'aient pas surgi au Canada, la confiance dans les marchés canadiens et étrangers se ressent des événements survenus chez nos voisins du sud. Voilà pourquoi nous suivons de près les initiatives lancées dernièrement pour rétablir la confiance à l'égard des rapports financiers soumis par les sociétés et, plus généralement, à l'égard des marchés financiers. Il semble que faisaient défaut les bonnes mesures qui auraient incité les dirigeants de sociétés, les membres de leurs conseils d'administration, leurs vérificateurs et les banques d'investissement avec lesquelles ils traitent à divulguer toute l'information financière voulue et à toujours agir d'une manière qui favorise pleinement l'équité et l'ouverture des marchés.

Le marché apportera lui-même des solutions à certains des problèmes qui minent actuellement la confiance des investisseurs, tandis qu'il sera probablement préférable d'en régler d'autres au moyen de la réglementation.

Le marché impose de fait sa propre discipline. Il récompense les sociétés qui parviennent à préserver la confiance des investisseurs et pénalise celles qui abusent de cette confiance ou qui manquent de

transparence. J'ai été impressionné de voir le sérieux avec lequel le secteur privé s'est attaqué aux problèmes soulevés par les affaires récentes. La profession comptable et les organismes de réglementation cherchent aussi des façons d'améliorer les pratiques et de rétablir la confiance. Ils réexaminent le rôle et les responsabilités qu'ont les vérificateurs externes envers les administrateurs et les actionnaires, et la manière dont ces rôle et responsabilités peuvent différer des autres fonctions que les dirigeants demandent aux vérificateurs d'assumer. Ils tentent également de savoir si les actionnaires et les conseils d'administration disposent des instruments et des pouvoirs nécessaires pour tenir les dirigeants responsables de leurs actions.

Il importe que nous continuions de nous pencher sur ces questions et, plus encore, que l'on nous voie travailler à leur résolution.

Il importe que nous continuions de nous pencher sur ces questions et, plus encore, que l'on nous voie travailler à leur résolution. Nous vivons dans un monde où les impressions sont marquantes et où les marchés des capitaux s'internationalisent sans cesse. Les sociétés canadiennes émettrices seront jugées non seulement par rapport aux normes du pays, mais aussi au regard des normes en vigueur ailleurs dans le monde en matière de comptabilité, de divulgation de l'information financière et de gouvernance.

Néanmoins, nous devons nous garder d'imposer des procédures et un fardeau administratifs trop lourds aux entreprises, surtout aux plus petites d'entre elles, étant donné l'importance qu'elles revêtent pour l'économie du pays. Mais que cela soit clair : les mêmes principes doivent s'appliquer à toutes les sociétés ouvertes au public. Si l'ensemble des sociétés doivent respecter l'esprit de ces nouvelles normes, il conviendrait peut-être, cependant, que les plus grandes d'entre elles, qui sont détenues par un vaste nombre d'actionnaires, aient à se conformer à des normes plus strictes que les petites entreprises, à l'actionnariat plus restreint.

La mise au point d'une solution bien adaptée à la situation canadienne est d'autant plus difficile qu'il n'y a pas chez nous, comme c'est le cas aux États-Unis,

au Royaume-Uni et en Australie, un seul grand organisme de réglementation des valeurs mobilières. Je ne suis pas ici pour débattre la question de savoir si le Canada devrait ou non être doté d'une telle instance. Mais il est indéniable que nous devons améliorer le système actuel, et ce, dès maintenant. Sans cela, nous risquons de nuire à notre réputation sur les marchés de capitaux mondiaux.

En somme, la meilleure façon de restaurer la confiance des investisseurs est de mettre en place une gamme de mesures incitant les dirigeants et les conseils d'administration à toujours agir dans l'intérêt des actionnaires. La question de la divulgation de l'information financière est déterminante à cet égard. En aucun cas les actionnaires ne sont mieux protégés que lorsque les données financières sont divulguées de manière complète, équitable et exacte. Permettez-moi de citer ici un passage d'un récent rapport de l'Institut C. D. Howe : *Si les réformes ne peuvent aider les investisseurs à séparer le bon grain de l'ivraie en matière de placements, il n'y a pas moyen d'améliorer la confiance* [traduction].

Cela m'amène à un sujet qui revêt une grande importance pour la Banque. Celle-ci a le mandat, qu'elle partage avec le ministère des Finances, le Surintendant des institutions financières, la Société d'assurance-dépôts du Canada et les organes de réglementation provinciaux et autres, de promouvoir la solidité du système financier. Depuis des années, la Banque effectue des recherches et des analyses portant sur le système financier canadien, dont la majeure partie est publiée dans la *Revue de la Banque du Canada*, ainsi que dans des rapports techniques et des documents de travail. Nous sommes maintenant prêts à franchir une nouvelle étape en vue d'accroître la diffusion de l'information sur notre système financier. J'ai le plaisir d'annoncer que la Banque lancera une nouvelle publication semestrielle, intitulée *Revue du système financier*, dont la première livraison devrait paraître vers la fin du mois prochain. Cette publication fera état de certains des travaux entrepris par la Banque pour surveiller l'évolution du système financier canadien et analyser l'orientation des politiques publiques le concernant. La *Revue du système financier* vise à promouvoir une meilleure connaissance des changements et de l'évolution du système financier et à favoriser la discussion à leur sujet. J'ajouterai que nous ne sommes pas les seuls à publier un tel document. Par exemple, la Banque d'Angleterre, la Riksbank de Suède et le Fonds monétaire international publient également des rapports similaires.

Promouvoir la prospérité économique au moyen de la maîtrise de l'inflation

Bien que nous cherchions à promouvoir la stabilité financière en collaboration avec d'autres organismes, nous sommes seuls responsables de la conduite de la politique monétaire. Celle-ci repose sur notre régime de cibles d'inflation. Il se peut que le fonctionnement de ce régime soit familier à certains d'entre vous, mais il est toujours utile d'y revenir, surtout en cette époque d'incertitude économique.

La *Loi sur la Banque du Canada* stipule que nous devons « favoriser la prospérité économique et financière du Canada ». Nous aspirons à une croissance solide et durable de l'économie et de l'emploi. Le meilleur moyen d'y parvenir est d'accroître la confiance des Canadiens à l'égard du pouvoir d'achat futur de leur monnaie. Autrement dit, nous voulons que les Canadiens soient convaincus que l'inflation demeurera à un niveau bas, stable et prévisible.

Cela fait plus de dix ans que la Banque, à la suite d'une entente avec le gouvernement fédéral, utilise un système fondé sur des cibles de maîtrise de l'inflation. Selon les dispositions actuelles, la Banque s'efforce de maintenir le taux d'inflation tendanciel des prix à la consommation à 2 %, soit le point médian d'une fourchette qui va de 1 à 3 %.

Depuis que nous avons conclu cette entente, les attentes d'inflation sont devenues solidement arimées à notre cible de 2 %. Des attentes bien ancrées favorisent la croissance et la stabilité économiques. En effet, les investisseurs peuvent ainsi mieux évaluer la valeur future de leurs placements; les épargnants ont davantage l'assurance que leur pouvoir d'achat ne sera pas miné inopinément par l'inflation; les emprunteurs peuvent mieux évaluer le fardeau réel que représente le service de leur dette, et la durée des ententes salariales et des contrats financiers peut être allongée. Tout cela est possible parce que les gens croient que le taux d'inflation se maintiendra aux alentours de 2 % à moyen terme.

L'inflation et l'écart de production

Notre régime de cibles d'inflation contribue aussi à atténuer les sommets et les creux du cycle économique, et à éviter l'alternance des périodes de surchauffe et de récession du passé. Cet effet stabilisateur est le résultat d'interventions de nature symétrique, c'est-à-dire que nous accordons autant d'attention à une baisse importante de l'inflation par rapport à la cible de 2 % qu'à une hausse significative au-dessus de celle-ci.

Pour maîtriser l'inflation, il est fondamental de pouvoir évaluer à quel niveau tourne l'économie par rapport à son potentiel.

Pour maîtriser l'inflation, il est fondamental de pouvoir évaluer à quel niveau tourne l'économie par rapport à son potentiel. La notion du potentiel de l'économie est cruciale. Je vais donc prendre quelques instants pour vous l'expliquer. La production potentielle, ou capacité de production, est la quantité de biens et de services que l'économie peut produire sans qu'apparaissent des pressions — à la hausse ou à la baisse — sur l'inflation. Lorsque l'économie fonctionne en deçà de sa capacité, les économistes disent qu'il y a un écart de production. Comme l'existence d'un tel écart tend à faire baisser l'inflation, la Banque assouplira sa politique monétaire pour stimuler la croissance. Dans ce cas précis, elle abaissera le taux cible du financement à un jour. Lorsque l'économie tourne au-delà de ses capacités, on voit apparaître une demande excédentaire, qui crée des pressions à la hausse sur l'inflation. Dans ce cas-là, la Banque resserrera la politique monétaire afin de modérer l'activité pour que celle-ci revienne au niveau de la production potentielle et de ramener le taux d'inflation au point médian de la fourchette cible.

Les décisions en matière de taux d'intérêt doivent être tournées vers l'avenir. À nos dates d'annonce préétablies, nous ne cherchons pas à agir sur le taux d'inflation du moment. Nous visons plutôt l'inflation future.

Il faut se rappeler que les modifications du taux directeur mettent du temps à se transmettre dans l'économie. Il peut s'écouler jusqu'à deux ans avant qu'elles ne fassent pleinement sentir leurs effets sur la demande, la production et, finalement, sur les prix et

l'inflation. Par conséquent, nos décisions en matière de taux d'intérêt doivent être tournées vers l'avenir. À nos dates d'annonce préétablies, nous ne cherchons pas à agir sur le taux d'inflation du moment. Nous visons plutôt l'inflation future et intervenons de façon préventive afin d'assurer un équilibre entre l'offre et la demande dans l'avenir.

Cela peut paraître simple en théorie, mais, dans la pratique, il en va tout autrement. Pour commencer, il est impossible de mesurer avec précision le potentiel de l'économie. Tout ce dont sont capables les économistes, c'est de proposer leur meilleure estimation — qui est certes très sophistiquée, mais qui reste une estimation — du niveau de l'activité économique qui constitue le plein potentiel. Et puisqu'il n'est pas possible d'établir avec précision le potentiel de production, on ne peut pas non plus calculer l'ampleur exacte de l'écart de production ou de la demande excédentaire.

C'est pourquoi la Banque tient compte d'une vaste gamme d'indicateurs pour évaluer les pressions qui s'exercent sur l'appareil de production. Nous examinons les rapports publiés par Statistique Canada sur le taux d'utilisation des capacités industrielles. Nous effectuons des enquêtes auprès d'entreprises des quatre coins du pays pour connaître le genre de contraintes de production qu'elles ressentent. Nous passons en revue les données relatives au marché de l'emploi, ainsi que les chiffres concernant le coût des intrants et les salaires. Enfin, nous étudions les indicateurs du marché de l'immobilier et, bien sûr, nous prêtons une grande attention à l'évolution des marchés financiers.

Nous mesurons, par ailleurs, l'inflation et les attentes d'inflation. L'un des principaux indicateurs dont nous disposons à cet égard est la mesure que nous obtenons à l'aide d'un indice de référence excluant les huit composantes les plus volatiles de l'indice des prix à la consommation ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes.

L'expérience a montré que cette mesure nous donne une bonne indication de la tendance de l'inflation future. En fait, elle a été jusqu'à présent un meilleur indicateur précurseur de la trajectoire de l'inflation globale que l'IPC lui-même. Rassemblés, ces éléments nous donnent une vue d'ensemble du niveau d'utilisation des capacités au sein de l'économie, aujourd'hui et dans l'avenir. Je signale que vous trouverez dans le site Web de la Banque les plus récentes données relatives aux indicateurs que nous

examinons lorsque vient le moment d'évaluer les pressions s'exerçant sur l'appareil de production.

Les perspectives de croissance actuelles du Canada

J'aimerais maintenant vous faire part de nos projections économiques et vous exposer comment notre point de vue a évolué durant l'année. Dans la livraison d'avril 2002 du *Rapport sur la politique monétaire*, nous prévoyions que la croissance de l'activité s'établirait dans une fourchette de 3 à 4 %, en chiffres annuels, du second semestre de cette année à la fin de 2003. Nous pensions que les capacités excédentaires présentes au sein de l'économie seraient entièrement absorbées au second semestre de l'an prochain. De plus, nous faisons observer qu'étant donné qu'en 2001 nous avions abaissé nos taux d'intérêt directeurs à des niveaux correspondant à des creux historiques, il nous faudrait les relever en temps opportun et avec mesure. Et, de fait, nous avons commencé à resserrer les conditions monétaires en augmentant le taux cible du financement à un jour à trois reprises entre avril et juillet, le haussant de trois quarts de point de pourcentage au total.

À la fin de l'été, cependant, des signes d'incertitude provenant de l'étranger avaient commencé à s'accumuler. Nous constatons que le ralentissement de la croissance de la demande aux États-Unis nuirait probablement à nos exportations à court terme. De plus, les vents contraires financiers à l'échelle mondiale pourraient avoir des conséquences sur les dépenses des entreprises et des ménages canadiens. Enfin, les inquiétudes à l'égard des pratiques des sociétés en matière de gouvernance et l'instabilité du climat géopolitique pourraient inciter une partie des entreprises et des ménages à différer leurs dépenses.

En octobre, l'incidence cumulative du tassement de l'activité à l'échelon mondial et des vents contraires financiers nous a amenés à revoir à la baisse nos projections à court terme pour la croissance au pays. Dans la dernière livraison du *Rapport sur la politique monétaire*, nous affirmons nous attendre à ce que le taux d'expansion se situe en moyenne légèrement sous les 3 %, en taux annualisé, jusqu'au milieu de 2003. Mais, en supposant que les vents contraires financiers et les préoccupations liées à la conjoncture géopolitique se dissipent au second semestre de l'an prochain, la demande intérieure et extérieure devrait se raffermir et notre économie, renouer avec une croissance supérieure à celle de la production potentielle.

Nos projections actuelles concernant le niveau qu'affichera l'activité économique au Canada au milieu de l'année prochaine ne diffèrent pas sensiblement de celles d'avril, bien que le profil de croissance trimestriel ait été modifié.

Il convient de souligner que nos projections actuelles concernant le niveau qu'affichera l'activité économique au Canada au milieu de l'année prochaine ne diffèrent pas sensiblement de celles d'avril, bien que le profil de croissance trimestriel ait été modifié. Nous prévoyons toujours que les capacités inutilisées qui restent seront absorbées à mesure que la croissance de la production dépassera celle de son potentiel, dans la seconde moitié de 2003.

Avant de terminer, j'aimerais dire quelques mots sur l'inflation. Dans la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire*, nous signalions que l'inflation mesurée par l'indice de référence dépasserait probablement les prévisions antérieures au cours des prochains mois. Nous invoquons les variations ponctuelles de certains prix relatifs, dont la majoration des primes d'assurance et les effets de la restructuration du marché de l'électricité en Ontario. En outre, nous estimions que le rythme d'accroissement de l'indice de référence s'accélérait probablement au quatrième trimestre de cette année, en raison de l'« effet d'écho » des rabais accordés en 2001 à la suite des attentats terroristes du 11 septembre. Mais nous ajoutions que

l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait revenir à 2 % au second semestre de l'an prochain. Nous sommes toujours de cet avis. Cependant, en raison des changements apportés à la tarification de l'électricité en Ontario, le profil d'évolution mensuel des prix sera probablement différent de celui auquel on s'attendait.

En octobre, nous faisons remarquer que la hausse des prix du pétrole brut pourrait continuer de pousser à la hausse l'inflation mesurée par l'IPC global, qui passerait ainsi bien au-dessus de la limite supérieure de la fourchette cible vers la fin de l'année. Mais les cours du brut ont reculé quelque peu ces dernières semaines. Si cette tendance devait se poursuivre, l'inflation globale atteindrait vraisemblablement un sommet moins élevé que nous ne le pensions en octobre.

Nous nous attendons encore à ce que le taux d'accroissement de l'IPC global converge avec celui de l'indice de référence, aux alentours de 2 %, dans la deuxième moitié de 2003. Toutefois, nous continuerons de suivre la situation de près, afin de veiller à ce que les variations ponctuelles que j'ai mentionnées tout à l'heure ne se répercutent pas sur les autres prix.

Pour conclure, je reprendrai certaines idées énoncées dans le *Rapport sur la politique monétaire* d'octobre. Pour l'avenir, il nous faudra réduire le degré de détente monétaire en place avant que l'économie n'atteigne son plein potentiel. Le rythme des mesures prises en ce sens continuera de dépendre de l'équilibre des forces internes et externes à l'œuvre au sein de l'économie et de leurs implications pour les pressions s'exerçant sur l'appareil de production et l'inflation au pays.

Banque du Canada

Conseil d'administration

Haute Direction

Gouverneur

David A. Dodge*

Premier sous-gouverneur

Malcolm D. Knight*

Kit Chan, Calgary (Alberta)

Paul D. Dicks, c.r., St. John's (Terre-Neuve et Labrador)

Daniel F. Gallivan, c.r., Halifax (Nouvelle-Écosse)

Raymond Garneau, Westmount (Québec)

James S. Hinds, c.r., Sudbury (Ontario)

Barbara R. Hislop*, Vancouver (Colombie-Britannique)

Aldéa Landry*, c.r., Moncton (Nouveau Brunswick)

J. Spencer Lanthier*, FCA, Toronto (Ontario)

Armin Martens, ing, MBA, East St. Paul, Winnipeg (Manitoba)

Paul Massicotte*, Montréal (Québec)

Barbara F. Stevenson, c.r., Charlottetown (Île du Prince Édouard)

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*
Clyde Goodlet
David Longworth
John Murray
Ron Parker

Conseiller spécial

Andrew Spence**

Vérificateur interne

David Sullivan

Comptable en chef

Sheila Vokey

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

**Économiste invité

Cadres

Marchés financiers

Chef :

G.W.K. Pickering

Sous-chef — Recherches et gestion du risque :

M.L.A. Côté

Directrice — Gestion de la dette et Réserves de change :

D.L. Howard

Directeur — Services des données et Opérations sur le marché :

R.W. Morrow

Conseiller — Recherches :

P.H. Thurlow

Chefs d'équipe :

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

P.M. Muller; W. Speckert; L.S. Young

Premier chercheur :

G.C. Nowlan

Négociateurs-chercheurs principaux :

W.A. Barker; D. Bolder; J. De Leon; R.R. Hannah;

M.C.L.N. Harvey; T.A. Hossfeld; M. King;

M.D. Larson; M. Pellerin; M.G. Whittingham

Analystes principaux :

A.S. Andree; E. Chouinard; C. D'Souza;

F.M. Furlan; C. Gaa; S.M.V. Guilbault; P. Hann;

J.W. Hately; D.G. Johnson; D.L. Merrett;

M. Rochette; J. Ong; U. Ron; E.I. Woodman; J. Yang

BUREAU DE TORONTO

Directeur :

H.R. MacKinnon

Directeur adjoint :

J. Stewart

Analyste principal :

R.A. Ogrodnick

BUREAU DE MONTRÉAL

Directeur :

M. Tremblay

Analyste principal :

J.D.S. Boisvert

NEW YORK

Représentant principal

Z.A. Lalani

Recherches

Chef :

R.T. Macklem

Sous-chef :

Poste vacant

Conseillers en recherches :

R. Amano; A.C. Crawford

Conseiller en recherches — Analyse conjoncturelle :

G.J. Stuber

Chefs adjoints :

D. Coletti; R. Dion; R. Fay; G. Srouf

Coordonnatrice régionale :

F.M.B. Brady

Représentants principaux (Analyse économique) —

Provinces de l'Atlantique :

D. Amirault

Calgary :

J. Mair

Montréal :

L.-R. Lafleur

Toronto :

H.-H. Lau

Vancouver :

F. Novin

Chercheurs principaux :

S. Murchison; P. Perrier

Analystes principaux :

E.J. Armour; M. Kichian; C. Kwan; R. Luger;

L. Pichette; J.R.S. Martel; M. Martin;

M.-C. Montplaisir; D.V. Muir; G.L. Wilkinson;

T.K.H. Yuen

Cadres

Études monétaires et financières

Chef :
J.G. Selody
Sous-chef :
J.M.P. St-Amant
Directeurs :
J.F. Dingle; W.N. Engert; B.P.J. O'Reilly
Conseillers en recherches :
S. O'Connor; G. Paulin
Chefs adjoints :
S. Hendry; D. Maclean; G. Tkacz; M.M. Tootle;
C. Wilkins
Chercheurs principaux :
C. Gauthier; J.P. Lam; K. Moran
Analystes principaux :
J.W. Armstrong; J. Atta-Mensah; I. Christensen;
A. Daniel; A. Dib; R. Djoudad; P.D. Gilbert;
G. Haymes; A.S.L.X. Lai; F. Li; D. Tessier

Relations internationales

Chef :
J.E. Powell
Sous-chef :
S.V. Niven
Directeurs de recherches :
R.J.G.R. Lafrance; L. Schembri
Conseillère en recherches :
M.C.D. Lecavalier
Chefs adjoints :
J.N. Bailliu; J.L.J. Jacob; M.S. Kruger; J.F. Perrault
Chercheurs principaux :
D.N. Côté; D. Hostland; R.C. Lalonde
Analystes principaux :
Y. Desnoyers; M.D.S. Morin; F. Painchaud;
P. Sabourin

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 :

D.P. Abbott; S.A. Betts; P.R. de Swart;
M.C.N. Gélinas; M.J.L. Hyland; J.J.G. Marois;
R.E. Ridley

Directeur de projet :

R.L. Wall

Conseillers scientifiques :

S.E. Church; W.F. Murphy; A.G. Ward

Chef de projet :

J.C. Smith

Consultants principaux :

R.E. Allenby; S.W. Chibuk; R. Dzidek; S.L. Hill;
J.G.P. Matte; R.P. Miller

Consultants :

A. Atiopou; J. Basile; W.T. Cook; C.S. Kurs;
M.C.M. Lefebvre-Manthorp; C.J. Samuel;
M.N.L. Wright; H.P. Wyse

Conseillère en recherches :

K.T. McPhail

Agente (Ottawa) :

N.J. Pearson

Directrice régionale :

L.M. Laviolette (Montréal)

Directeurs régionaux :

G. Bilkes (Vancouver)
R.H. Dolomont (Halifax)
L. Elliott (Toronto)
H.S. Hooper (Calgary)

Directeurs adjoints — Opérations :

D.A. Ashwood (Toronto)
J.A.R. Tremblay (Montréal)

Chefs des opérations :

C.E. Akins; H.A. Ivey; T.L. Peppard

Musée de la monnaie

Conservateur en chef :

P.S. Berry

Directrice, Service d'accueil :

M.D.L. O'Neill

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

Avocat :

M. Ménard

Secrétariat de la Haute Direction

Secrétaires adjoints :

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

Adjoints spéciaux :

S. Martel; E. Terrence

Étude du régime de pension

Directeur administratif :

L.T. Requard

Département des Communications

Chef :

D. Schuthe

Sous-chef et directrice, Opérations :

M.A.J. Charron

Directeurs adjoints :

J. Bourque — Communications internes

M.L.Y. Brousseau — Traduction

D. Hammond — Colloques et services à la Haute Direction

C. Larocque — Édition

N. Poirier — Planification et analyse

I. Vayid — Politique et consultation

H. Young — Affaires publiques

Consultants principaux :

P.W. Badertscher; B. Eades; E.J. Vardy

Traductrice-experte :

M.M.M. Renaud

Consultant aux Communications internes :

K.A. Ross

Chef, Service de rédaction :

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

Traducteurs-réviseurs :

C. Filion; P.L. Gauvin; M.L.D. Simard-Ebert;

D. Tardif

Terminologue-révisseuse :

L. Paradis

Analyste principal — Planification :

L. Cardella

Analyste principal — Multimédia et rédacteur :

S.W. Hall

Analyste principale et rédactrice de discours :

P.C. Munro

Cadres

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; E.D. Nymark

Services de planification et soutien opérationnel

Directrice :

J.M. Gabie

Consultante principale :

K.L. Donohue

Responsable de la prestation de services :

H.M. Balon

Communications et milieu de travail

Chef d'équipe :

S.V. Sondagar

Équipe de restructuration des Services généraux

Chef de projet :

J.M. Gabie

Analystes principales :

N.J. Mantle; C.M. Sullivan

Technologies de l'information

Directeur :

J.J. Otterspoor

Planification stratégique liée aux TI

Architecte principale en technologies de l'information :

S.R. Tennenhouse

Chargés de projets principaux :

M.M.M. Dagenais; M.J. Kameka; W.J. Skof

Concepteur principal de techniques

informatiques :

M.C.A. Tong

Applications et solutions d'affaires

Directrices adjointes :

M.L. Fleming; M.-C.M. Lam; M.C.M. Sabourin

Chargés de programmes :

E.P. Tompkins; S.M. Webber

Réalisateurs principaux :

M.V. Derrn; J.A.A. Gilbert; R.J. Hague;

M.M.N.M. Letellier; S.J. Morrissey; E.L. Newcombe;

M.P.J. St. Pierre; S.I. Sanderson; A.K.L. Santry;

K.L. Woodcock

Services de gestion des données

Directrice adjointe :

L.M. Saunders

Réalisateurs principaux :

J.E.M. Cléroux; T.K. Harvey; L.J. Hickey;

L.R. Hickey; B.A. Kingsley; D.L. Loomis-Bennett

Services d'infrastructure TI

Directeur adjoint :

A.G.J. Mageau

Responsables des services :

J.M.F.A. Lemieux; D.J. Schaffler

Analystes techniques principaux :

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

C.D. Lalonde; D.M. MacCara; J.W.P. Mallette;

N. Rahemtulla; D.W. Walker

Bureau des projets TI

Directrice adjointe :

C.B. Smith-Belisle

Chefs de service principaux :

M.A. McCarthy; C.H. Scott

Coordonnateur de la planification :

S.F. White

Services des installations

Chef de secteur d'activité :

A.A. Audette

Chef de service principal :

D.L. Whitman

Responsable de la prestation de services :

G.J. Camm

Responsable d'immeuble, Ottawa :

W.A. Pettipas;

Responsable d'immeuble, COAM :

J.Y.R. Richard

Responsable d'immeuble, COAT :

C.G. Buckingham

Services de protection

Chef de secteur d'activité :

W. J.M. Reinburg

Chefs de service principaux :

G.I. Ireland; G.P. Price

Analyste technique principale

E.G.M. Leduc

Cadres

Services généraux (suite)

Comptabilité et services financiers

Directeur et comptable en chef :

S. Vokey

Consultant principal en gestion des contrats :

D.P. Anderson

Responsable des services :

M.L.L. Rhéaume

Consultants principaux :

A.M.T. Guilbault; R.S. Howland; S. Nadon;

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

Services de gestion des ressources humaines

Directrice des ressources humaines :

F.E. Boire-Carrière

Directrices adjointes :

M.N.J. Caron; M.J.S. Henri; J. Killeen

Conseiller en ressources humaines :

K.D. MacDonald

Responsable des services :

M.R.S. Mougeot

Chef du projet :

M.P. McBain

Consultants principaux :

M.F.F. Girard; M.S.F. Lavoie; J.M. Meredith-Pallascio;

C. Nault; M. Simpson; C. Soumis; B. Yee

Chef d'équipe :

D.E. Quinn

Gestion de l'information et du savoir

Directeur :

C.J. Hemstead

Responsables des services :

C.M. Hunt; J. McBane

Responsable, Systèmes et accès à la collection :

M.S.M. Leblanc

Consultants principaux :

A.P. Abels; D. Arsenault

Bureau de gestion de la dette

Directeur :

D.M. Fleck

Directeurs adjoints :

B.A. Smith; C. Soulodre

Consultants principaux en affaires :

M.L.H. MacLean; J.P.C. Miner; D. E. Senger

Vérification

Vérificateur interne :

D.N. Sullivan

Services liés à l'assurance

Directeur :

C. Vierula

Responsables des pratiques de vérification :

J.D. Lanthier; C.S. Reid

Agent de la vérification :

D.S. Boland

Services conseils

Directeur :

F.J. Mahoney

Responsable des pratiques de vérification :

C. Brooks

(Au 6 janvier 2003)

Publications de la Banque du Canada

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

Rapport annuel. Paraît chaque année en mars*.

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

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

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

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

Discours et déclarations du gouverneur*

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

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

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

Les conférences Thiessen*

Le dollar canadien : une perspective historique*
James Powell (publié en octobre 1999). Offert au prix de 4 \$ CAN, plus la 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*.

Publications de la Banque du Canada
Recueil de résumés succincts des articles et études publiés en 2001. Comprend aussi une liste des travaux publiés par les économistes de la Banque dans des revues externes et dans des actes de colloques tenus à l'extérieur.

Actes de colloques

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

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

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

Les taux de change et la politique monétaire, octobre 1996

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

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

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

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

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

Structure et dynamique des marchés financiers, novembre 2001

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

Rapports techniques et documents de travail

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

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

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)

2002

- 90 Dollarization in Canada: The Buck Stops There (J. Murray et J. Powell)
91 The Financial Services Sector: An Update on Recent Developments (C. Freedman et C. Goodlet)

Documents de travail*

2002

- 1 Taylor Rules in the Quarterly Projection Model (J. Armour, B. Fung et D. Maclean)
2 Asset Allocation Using Extreme Value Theory (Y. Bensalah)
3 An Introduction to Wavelets for Economists (C. Schleicher)
4 Does Micro Evidence Support the Wage Phillips Curve in Canada? (J. Farès)
5 The Effects of Bank Consolidation on Risk Capital Allocation and Market Liquidity (C. D'Souza et A. Lai)
6 Currency Fluctuations, Liability Dollarization, and the Choice of Exchange Rate Regimes in Emerging Markets (P. N. Osakwe)
7 Contribution of ICT Use to Output and Labour-Productivity Growth in Canada (H. Khan et M. Santos)
8 Restructuring in the Canadian Economy: A Survey of Firms (C. Kwan)
9 The Microstructure of Multiple-Dealer Equity and Government Securities Markets: How They Differ (T. Gravelle)
10 La fiabilité des estimations de l'écart de production au Canada (J.-P. Cayen et S. van Norden)
11 Risk, Entropy, and the Transformation of Distributions (R. M. Reesor et D. L. McLeish)
12 Modelling Financial Instability: A Survey of the Literature (A. Lai)
13 Towards a More Complete Debt Strategy Simulation Framework (D. J. Bolder)
14 Entrepreneurship, Inequality, and Taxation (C. A. Meh)
15 Corporate Bond Spreads and the Business Cycle (Z. Zhang)

- 16 A Market Microstructure Analysis of Foreign Exchange Intervention in Canada (C. D'Souza)
17 Does Exchange Rate Policy Matter for Growth? (J. Bailliu, R. Lafrance et J.-F. Perreault)
18 Estimated DGE Models and Forecasting Accuracy: A Preliminary Investigation with Canadian Data (K. Moran et V. Dolar)
19 Estimates of the Sticky-Information Phillips Curve for the United States, Canada, and the United Kingdom (H. Khan et Z. Zhu)
20 Evaluating the Quarterly Projection Model: A Preliminary Investigation (R. Amano, K. McPhail, H. Pioro, et A. Rennison)
21 Entrepreneurial Risk, Credit Constraints, and the Corporate Income Tax: A Quantitative Exploration (C. A. Meh)
22 The Usefulness of Consumer Confidence Indexes in the United States (B. Desroches et M.-A. Gosselin)
23 How to Improve Inflation Targeting at the Bank of Canada (N. Rowe)
24 Financial Structure and Economic Growth: A Non-Technical Survey (V. Dolar et C. Meh)
25 Nominal Rigidities and Monetary Policy in Canada since 1981 (A. Dib)
26 Nominal Rigidity, Desired Markup Variations, and Real Exchange Rate Persistence (H. Bouakez)
27 Habit Formation and the Persistence of Monetary Shocks (H. Bouakez, E. Cardia et F. J. Ruge-Murcia)
28 Filtering for Current Analysis (Simon van Norden)
29 Exponentials, Polynomials, and Fourier Series: More Yield Curve Modelling at the Bank of Canada (D. J. Bolder et S. Gusba)
30 Inflation Expectations and Learning about Monetary Policy (D. Andolfatto, S. Hendry, et K. Moran)
31 Supply Shocks and Real Exchange Rate Dynamics: Canadian Evidence (C. Gauthier et D. Tessier)
32 Labour Markets, Liquidity, and Monetary Policy Regimes (D. Andolfatto, S. Hendry et K. Moran)
33 Alternative Trading Systems: Does One Shoe Fit All? (N. Audet, T. Gravelle et J. Yang)
34 How Do Canadian Banks That Deal in Foreign Exchange Hedge Their Exposure to Risk? (C. D'Souza)
35 The Impact of Common Currencies on Financial Markets: A Literature Review and Evidence from the Euro Area: (L. Karlinger)
36 Une approche éclectique d'estimation du PIB potentiel américain (M.-A. Gosselin et R. Lalonde)

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

Documents de travail (suite)*

2002

- 37 Alternative Public Spending Rules and Output Volatility
(J.-P. Lam et W. Scarth)
- 38 Oil-Price Shocks and Retail Energy Prices in Canada
(M. Chacra)
- 39 An Empirical Analysis of Dynamic Interrelationships
among Inflation, Inflation Uncertainty, Relative Price
Dispersion, and Output Growth
(F. Vitek)
- 40 Inflation Changes, Yield Spreads, and Threshold Effects
(G. Tkacz)
- 41 Estimating Settlement Risk and the Potential for
Contagion in Canada's Automated Clearing Settlement
System
(C.A. Northcott)
- 42 Salaire réel, chocs technologiques et fluctuations
économiques
(D. Tremblay)

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

Tableaux synoptiques

Données mensuelles	Cible de maîtrise de l'inflation (taux sur 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)	
1999	J	1-3	0.6	0.9	4.75	5.25	4.99	-7.35	5.01	79.89	8.0	1.8	5.4	1.13	1.0	1.1	0.1	3.1	1.8
	F	1-3	0.7	0.9	4.75	5.25	5.00	-6.62	5.04	81.59	8.0	2.5	5.4	1.30	0.9	1.1	0.6	2.3	1.9
	M	1-3	1.0	1.1	4.50	5.00	4.99	-7.07	4.85	80.96	8.3	2.8	6.0	1.20	1.2	1.3	0.9	4.8	2.4
	A	1-3	1.7	1.3	4.50	5.00	4.78	-6.34	4.80	82.88	7.6	3.4	5.3	1.32	1.4	1.6	0.9	3.2	2.5
	M	1-3	1.6	1.4	4.25	4.75	4.59	-6.25	4.71	83.32	7.5	4.0	5.4	1.50	1.4	1.5	0.9	2.2	2.4
	J	1-3	1.6	1.5	4.25	4.75	4.60	-6.07	4.86	83.41	7.7	4.3	5.3	1.60	1.7	1.5	-0.1	1.7	2.3
	J	1-3	1.8	1.6	4.25	4.75	4.61	-7.04	4.91	80.88	6.8	4.5	5.0	1.72	1.6	1.6	0.1	2.3	3.0
	A	1-3	2.1	1.6	4.25	4.75	4.62	-6.78	4.87	81.61	7.6	5.0	5.4	1.65	1.6	1.6	0.6	1.8	3.3
	S	1-3	2.6	1.9	4.25	4.75	4.58	-6.22	4.83	83.08	5.6	5.0	5.3	1.86	1.9	1.9	0.7	2.3	2.8
	O	1-3	2.3	1.6	4.25	4.75	4.61	-6.20	5.05	82.61	6.2	5.5	5.1	2.31	1.6	1.7	0.3	0.6	2.8
	N	1-3	2.2	1.4	4.50	5.00	4.77	-6.05	5.05	82.98	8.2	5.9	4.9	2.06	1.5	1.7	-0.1	-	2.9
	D	1-3	2.6	1.4	4.50	5.00	4.76	-5.46	5.27	83.90	9.8	6.8	5.5	2.22	1.6	1.7	1.1	1.3	3.2
2000	J	1-3	2.3	1.2	4.50	5.00	4.77	-5.09	5.25	84.87	9.3	6.3	5.7	2.25	1.3	1.5	1.9	0.7	3.5
	F	1-3	2.7	1.3	4.75	5.25	4.97	-5.54	5.31	83.58	11.3	7.7	6.2	1.91	1.6	1.6	2.8	2.1	3.1
	M	1-3	3.0	1.4	5.00	5.50	5.25	-5.16	5.46	84.17	12.3	8.9	6.4	2.04	1.5	1.7	2.2	1.5	3.0
	A	1-3	2.1	1.1	5.00	5.50	5.26	-5.37	5.62	83.23	14.5	9.5	7.2	2.28	1.2	1.3	5.8	2.2	3.7
	M	1-3	2.4	1.1	5.50	6.00	5.75	-5.48	5.98	82.08	13.4	8.1	6.6	1.82	1.3	1.4	2.1	3.2	3.2
	J	1-3	2.9	1.3	5.50	6.00	5.75	-5.32	5.89	82.70	15.5	9.3	7.2	1.84	1.4	1.6	3.3	3.2	2.9
	J	1-3	3.0	1.2	5.50	6.00	5.73	-4.88	5.88	83.83	16.8	9.3	7.6	1.90	1.5	1.7	3.0	2.5	3.0
	A	1-3	2.5	1.2	5.50	6.00	5.75	-5.05	5.90	83.34	15.9	8.6	7.1	1.84	1.5	1.6	3.9	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	5.2	2.4	4.0
	O	1-3	2.8	1.3	5.50	6.00	5.75	-5.70	5.85	81.87	17.6	9.7	7.5	2.09	1.5	1.6	4.2	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	7.5	2.00	1.8	1.8	5.1	4.8	3.3
	D	1-3	3.2	1.8	5.50	6.00	5.80	-5.92	5.71	81.66	15.6	10.1	7.9	2.14	1.9	2.0	4.7	3.0	3.2
2001	J	1-3	3.0	1.8	5.25	5.75	5.49	-6.06	5.29	82.36	14.5	9.2	7.8	2.36	2.0	2.0	4.5	3.7	3.0
	F	1-3	2.9	1.7	5.25	5.75	5.49	-6.94	5.05	80.78	14.3	8.6	7.7	2.27	2.0	1.9	4.2	3.8	3.5
	M	1-3	2.5	1.8	4.75	5.25	4.99	-7.93	4.66	79.35	13.3	7.8	7.4	2.34	1.7	1.9	4.3	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	0.4	4.3	3.5
	M	1-3	3.9	2.3	4.25	4.75	4.67	-7.60	4.49	80.54	11.6	8.8	7.7	2.45	2.0	2.5	3.4	3.8	4.0
	J	1-3	3.3	2.3	4.25	4.75	4.49	-7.03	4.38	82.21	10.0	7.9	7.2	2.36	1.9	2.4	3.0	2.8	3.8
	J	1-3	2.6	2.4	4.00	4.50	4.24	-7.70	4.22	80.97	9.6	8.2	6.9	2.28	2.1	2.4	3.4	2.6	3.3
	A	1-3	2.8	2.3	3.75	4.25	4.17	-8.28	3.96	80.18	9.2	8.7	7.0	1.99	2.1	2.3	2.5	2.5	2.5
	S	1-3	2.6	2.3	3.25	3.75	3.49	-9.69	3.19	78.65	11.7	10.8	7.5	2.18	2.0	2.3	1.9	3.5	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	7.8	1.71	1.8	2.1	2.7	1.4	2.5
	N	1-3	0.7	1.7	2.00	2.50	2.60	-10.78	2.17	78.50	13.8	13.2	8.5	1.91	1.4	1.7	2.1	0.6	3.0
	D	1-3	0.7	1.6	2.00	2.50	2.24	-10.94	2.08	78.33	14.3	13.9	7.4	1.93	1.3	1.6	2.4	1.0	3.3
2002	J	1-3	1.3	1.8	1.75	2.25	1.99	-10.82	2.07	78.63	14.5	15.6	7.8	1.95	1.4	1.8	2.0	2.0	3.5
	F	1-3	1.5	2.2	1.75	2.25	1.99	-11.07	2.16	77.84	12.6	15.5	7.3	1.96	1.4	2.1	0.7	1.5	3.4
	M	1-3	1.8	2.1	1.75	2.25	1.99	-10.61	2.36	78.45	12.2	15.7	6.8	2.30	1.8	2.1	1.0	1.1	3.2
	A	1-3	1.7	2.2	2.00	2.50	2.24	-10.07	2.46	79.48	11.5	15.3	6.7	2.29	1.9	2.1	0.7	0.6	2.8
	M	1-3	1.0	2.2	2.00	2.50	2.25	-9.31	2.68	80.79	11.8	14.4	6.5	2.24	2.0	1.9	1.9	-0.3	2.4
	J	1-3	1.3	2.1	2.25	2.75	2.50	-9.12	2.78	80.99	13.5	15.9	6.7	2.32	2.1	1.9	1.7	0.6	2.7
	J	1-3	2.1	2.1	2.50	3.00	2.74	-10.40	2.88	77.71	13.9	15.0	6.7	2.28	2.1	2.0	1.3	0.5	2.8
	A	1-3	2.6	2.5	2.50	3.00	2.74	-9.68	3.09	78.90	14.4	15.4	6.7	2.18	2.2	2.4	1.9	1.3	3.0
	S	1-3	2.3	2.5	2.50	3.00	2.74	-10.27	2.90	77.97	11.2	12.7	6.2	2.18	2.3	2.3	1.3	0.9	2.8
	O	1-3	3.2	2.5	2.50	3.00	2.74	-10.06	2.83	78.63	11.8	12.5	5.7	2.18	2.5	2.4		2.1	2.7
	N	1-3	4.3	3.1	2.50	3.00	2.74	-10.21	2.85	78.24	9.9	10.3		2.15	3.1	3.0		1.7	2.5
	D				2.50	3.00	2.74	-9.80	2.83	79.24				2.09					1.9

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

A2 Principaux indicateurs financiers et économiques

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

Année, trimestre ou mois	Monnaie et crédit					Production et emploi									
	Agréats monétaires					Crédits aux entreprises		Crédits aux ménages		PIB à prix courants	Volume du PIB (en millions de dollars enchaînés de 1997, données trimestrielles)	PIB par branche d'activité (en millions de dollars de 1997, données mensuelles)	Emploi (<i>Information population active</i>)	Taux de chômage	
	M1 brut	M1+	M1++	M2+	M2++	À court terme	Total	Crédit à la consom- mation	Crédit hypothécaire à l'habitation						
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)		
1990	1.4	5.1	8.0	11.8	9.2	7.8	9.8	9.5	14.4	3.4	0.2		0.8	8.1	
1991	2.6	5.0	3.0	8.6	7.6	1.0	3.4	2.3	8.2	0.8	-2.1		-1.8	10.3	
1992	7.0	4.3	0.2	5.8	7.1	-3.4	1.8	1.7	8.4	2.2	0.9		-0.7	11.2	
1993	9.5	5.2	-0.7	4.2	6.6	-6.4	0.7	2.3	7.6	3.8	2.3		0.8	11.4	
1994	13.2	8.5	1.4	1.9	6.8	1.6	4.7	7.7	6.4	6.0	4.8		2.0	10.4	
1995	6.6	0.8	-2.6	3.8	4.1	5.6	5.1	7.4	3.7	5.1	2.8		1.9	9.4	
1996	12.2	8.2	3.3	4.4	6.8	1.4	5.2	7.0	4.2	3.3	1.6		0.8	9.6	
1997	16.9	11.4	7.2	0.9	7.2	7.5	9.1	10.2	5.6	5.5	4.2		2.3	9.1	
1998	10.3	7.0	3.1	-1.1	5.5	11.6	11.0	10.3	4.9	3.7	4.1	3.8	2.7	8.3	
1999	7.6	6.0	4.3	3.6	5.3	1.6	6.0	7.5	4.5	7.2	5.4	5.2	2.8	7.6	
2000	14.7	10.6	8.9	5.9	7.0	5.9	6.9	12.7	4.8	8.6	4.5	4.7	2.6	6.8	
2001	12.1	10.3	9.7	6.5	7.5	-1.1	5.3	6.5	4.2	2.6	1.5	1.6	1.1	7.2	
2002													2.2	7.7	
Taux annuels															
1998	IV	4.1	2.6	-0.2	3.5	5.2	-1.8	2.6	3.8	5.7	6.8	6.8	6.4	3.0	8.1
1999	I	9.0	6.7	5.7	3.1	4.4	0.7	3.6	6.1	3.7	9.0	6.1	5.8	2.5	7.9
	II	6.9	7.1	7.0	3.7	4.9	0.5	6.8	8.8	3.7	8.9	4.5	4.8	2.6	7.9
	III	6.7	8.3	7.1	6.5	6.5	0.1	8.0	10.0	5.6	9.9	5.9	6.6	2.8	7.5
	IV	9.8	6.2	4.5	4.6	4.9	0.5	5.6	14.0	4.7	7.4	6.3	6.3	3.2	7.0
2000	I	21.1	13.7	12.0	7.2	8.2	8.4	4.8	18.0	6.2	10.8	4.2	4.6	3.5	6.8
	II	21.0	14.9	12.4	6.6	8.5	15.5	11.0	10.1	5.5	8.7	2.9	3.1	1.5	6.7
	III	15.1	9.5	7.5	6.0	7.4	3.4	6.4	11.6	1.8	7.7	5.1	4.6	1.3	6.9
	IV	8.7	10.2	7.3	3.3	6.6	7.8	7.0	8.5	3.7	2.9	1.9	2.0	3.0	6.9
2001	I	11.6	8.6	7.1	6.5	8.0	-2.3	3.6	4.3	3.9	5.5	0.6	0.8	0.6	6.9
	II	8.2	9.8	10.1	7.9	7.5	-14.6	2.6	5.4	4.5	0.1	0.3	1.3	0.8	7.0
	III	12.2	9.2	12.4	6.3	6.5	-2.0	6.5	5.1	6.0	-5.4	-0.5	-1.0	-0.2	7.2
	IV	22.0	17.6	21.7	12.9	9.6	0.5	4.8	3.4	6.3	-1.6	2.9	1.7	0.5	7.7
2002	I	10.5	14.7	18.5	6.7	5.6	-10.5	0.9	3.0	7.5	9.4	5.7	6.1	2.8	7.8
	II	5.1	4.6	8.6	4.1	4.9	-3.7	3.0	9.7	8.0	12.0	4.4	3.9	3.7	7.6
	III	15.7	9.3	9.3	7.8	5.9	-2.3	2.0	11.8	7.3	4.9	3.1	3.6	3.4	7.6
	IV													3.3	7.6
Trois derniers mois		10.4	7.5	6.3	7.4	5.5	1.1	2.1	11.8	6.8			3.4	3.3	7.5
Taux mensuels															
2001	D	1.5	1.5	1.6	0.8	0.2	-0.8	0.3	0.4	0.9			0.4	-0.1	8.0
2002	J	0.9	1.3	1.7	0.5	0.8	-1.3	-0.1	-0.1	0.6			0.8	0.5	7.9
	F	-0.1	0.4	0.8	0.2	0.2	-0.3	0.1	0.6	0.3			0.5	-	7.9
	M	0.5	0.7	0.9	-0.1	0.1	-0.2	0.2	0.3	0.9			-	0.6	7.7
	A	-0.3	-0.1	0.5	0.5	0.6	0.1	0.5	1.1	0.6			0.6	0.2	7.6
	M	0.7	0.1	0.2	0.3	0.4	-0.9	0.1	0.8	0.7			0.1	0.2	7.7
	J	2.3	1.7	1.8	1.0	0.7	-0.8	0.1	0.8	0.5			0.2	0.4	7.5
	J	1.2	0.3	0.3	0.6	0.4	-0.6	0.1	0.9	0.8			0.5	0.1	7.6
	A	0.8	1.0	1.0	0.6	0.5	1.2	0.3	1.2	0.5			0.3	0.4	7.5
	S	0.5	0.4	0.1	0.3	0.3	-0.1	0.2	0.7	0.2			0.1	0.3	7.7
	O	1.6	0.9	0.9	0.7	0.5	-0.2	0.2	0.6	0.9			0.3	0.2	7.6
	N	-0.1	0.3	0.1			-0.3	-						0.3	7.5
	D													0.4	7.5

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	
Ensemble des industries productrices de biens non agricoles	Industries manufacturières	(17)	(18)	(19)	(20)	(21)	(22)	(23)	(24)	(25)	(26)	(27)	
81.6	78.2	4.8	3.5	3.2		5.6	5.7	0.6	-5.2	11.51	10.34		1990
78.3	74.2	5.6	2.8	2.9		3.4	4.3	-11.2	-11.8	7.43	8.32	4.45	1991
78.2	76.4	1.5	1.8	1.3		2.0	2.6	-0.3	0.6	7.01	7.86	4.62	1992
80.0	79.9	1.8	2.1	1.4		0.6	0.8	0.5	3.0	3.87	6.57	3.78	1993
82.4	83.5	0.2	1.8	1.1		-	1.2	3.3	7.5	7.14	9.07	4.92	1994
81.6	83.9	2.2	2.3	2.3		0.7	1.4	8.3	11.1	5.54	7.11	4.42	1995
81.2	82.8	1.6	1.7	1.6		0.5	1.8	3.8	-1.2	2.85	6.37	4.09	1996
82.5	83.6	1.6	1.9	1.2		1.1	1.8	-3.7	-4.3	3.99	5.61	4.14	1997
83.3	84.3	0.9	1.3	-0.5	1.0	1.6	1.7	-15.3	-12.6	4.66	4.89	4.11	1998
84.2	85.8	1.7	1.4	1.7	0.5	2.0	2.7	6.7	1.5	4.85	6.18	4.01	1999
85.4	86.2	2.7	1.3	3.9	3.7	2.5	2.4	18.4	3.5	5.49	5.35	3.42	2000
81.8	81.1	2.6	2.1	1.0	2.9	3.2	2.9	-6.0	-6.3	1.95	5.44	3.76	2001
								-7.2	-5.8	2.63	4.88	3.33	2002
83.1	84.9	1.5	1.6	-	0.6	1.7	2.2	-11.7	-13.1	4.66	4.89	4.11	1998 IV
83.7	85.5	1.5	1.0	2.9	-0.7	1.3	2.2	5.9	10.0	4.63	5.05	4.16	1999 I
83.3	85.4	3.0	2.1	4.5	2.7	2.4	2.5	32.9	13.6	4.56	5.46	4.03	1999 II
84.6	86.2	2.4	1.9	3.6	-0.7	2.3	2.4	34.2	13.8	4.66	5.77	4.05	1999 III
85.1	86.2	2.7	0.8	1.2	0.5	2.2	3.8	14.5	1.4	4.85	6.18	4.01	1999 IV
85.5	86.5	2.7	0.6	6.4	6.9	2.3	3.0	30.1	20.0	5.27	6.03	3.80	2000 I
85.5	86.2	1.8	1.3	5.5	8.6	2.5	2.6	4.7	-4.9	5.53	5.93	3.77	2000 II
85.5	86.4	3.6	1.5	2.3	0.4	2.6	1.9	5.8	-17.6	5.56	5.75	3.60	2000 III
85.0	85.7	4.3	2.7	0.8	3.1	3.0	2.3	17.0	-7.6	5.49	5.35	3.42	2000 IV
83.3	82.7	1.6	1.7	5.0	5.4	3.8	2.4	4.8	-3.0	4.58	5.41	3.45	2001 I
82.9	82.1	4.7	3.0	-	0.3	2.7	3.0	-14.1	25.0	4.30	5.73	3.53	2001 II
80.8	80.2	0.2	2.1	-5.1	1.6	3.5	3.2	-36.0	-23.5	3.05	5.32	3.68	2001 III
80.0	79.4	-1.9	0.6	-4.5	2.3	3.1	2.4	-42.5	-33.3	1.95	5.44	3.76	2001 IV
81.6	81.9	3.3	2.6	3.5	0.7	3.1	2.0	17.3	19.2	2.30	5.79	3.68	2002 I
82.5	83.5	3.0	3.1	7.4	1.1	2.7	2.5	31.0	-1.4	2.70	5.37	3.42	2002 II
83.3	84.6	3.9	3.0	1.9	1.9	3.2	2.4	2.3	-0.2	2.83	4.92	3.25	2002 III
								10.4	-5.2	2.63	4.88	3.33	2002 IV
		4.1	2.9		1.9								
		0.3	0.3		0.8			-1.7	-0.8	1.95	5.44	3.76	2001 D
		0.5	0.2		-0.1			2.1	2.5	1.96	5.42	3.73	2002 J
		0.3	0.4		-0.3			1.3	2.8	2.05	5.31	3.73	2002 F
		0.3	0.2		0.1			6.5	2.2	2.30	5.79	3.68	2002 M
		0.5	0.3		-0.2			2.5	-2.4	2.37	5.64	3.63	2002 A
		-0.2	0.2		0.8			0.8	-	2.60	5.49	3.54	2002 M
		0.2	0.1		-			-2.5	-0.8	2.70	5.37	3.42	2002 J
		0.6	0.3		-0.2			1.5	1.8	2.81	5.23	3.45	2002 J
		0.4	0.6		0.5			-0.4	-1.7	2.96	5.14	3.40	2002 A
		0.1	-		-			2.2	-0.6	2.83	4.92	3.25	2002 S
		0.4	0.2		-			0.2	-0.1	2.73	5.16	3.45	2002 O
		0.5	0.4		-			-0.3	-0.8	2.71	5.18	3.43	2002 N
								3.6	0.8	2.63	4.88	3.33	2002 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	
		(28)	(29)	(30)	(31)	(32)
	1990	-4.9	-5.8	1.6	-3.4	1.1668
	1991	-5.4	-8.4	1.0	-3.7	1.1458
	1992	-5.1	-9.1	1.3	-3.6	1.2083
	1993	-5.5	-8.7	1.8	-3.9	1.2898
	1994	-4.6	-6.7	2.6	-2.3	1.3659
	1995	-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	0.8	0.1	2.6	-1.2	1.4831
	1999	0.8	1.7	4.1	0.2	1.4858
	2000	1.7	3.1	5.8	2.6	1.4852
	2001	1.0	1.8	5.9	2.8	1.5484
	2002					1.5704
Taux annuels	1998 IV	0.9	0.3	2.9	-0.9	1.5423
	1999 I	0.6	0.5	3.6	-	1.5116
	II	-0.3	1.3	3.7	0.2	1.4730
	III	1.3	2.9	4.7	1.0	1.4860
	IV	1.7	2.2	4.3	-0.4	1.4726
	2000 I	1.8	2.4	5.3	2.1	1.4538
	II	1.2	3.4	5.5	2.3	1.4808
	III	2.2	3.5	5.9	2.7	1.4822
	IV	1.6	3.0	6.6	3.4	1.5258
	2001 I	1.4	2.8	7.8	4.7	1.5280
	II	1.7	2.7	6.1	3.0	1.5409
	III	1.0	1.4	4.7	1.6	1.5453
	IV	0.1	0.3	4.8	1.6	1.5803
	2002 I	0.3	0.7	5.0	1.9	1.5946
	II	0.8	1.0	4.7	1.7	1.5549
	III	0.8				1.5628
	IV		1.1	4.9	1.8	1.5698
Trois derniers mois						1.5698
Taux mensuels	2001 D					1.5775
	2002 J					1.6003
	F					1.5958
	M					1.5870
	A					1.5814
	M					1.5497
	J					1.5317
	J					1.5459
	A					1.5679
	S					1.5758
	O					1.5778
	N					1.5714
	D					1.5593

Notes relatives aux tableaux

Abréviations utilisées dans les tableaux

R Chiffres révisés

– Valeur nulle ou arrondie à zéro

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

A1

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

A1 (suite)

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

A2

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

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

A1 (suite)

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

