

BANQUE DU CANADA

Rapport sur la politique monétaire

- novembre 1995 -

L'année 1995 marque le soixantième anniversaire de la Banque du Canada, qui a ouvert ses portes le 11 mars 1935. Pour souligner l'occasion, nous avons décidé d'illustrer la couverture du présent rapport du premier dollar d'argent émis au Canada. Cette pièce, ornée d'un motif évocateur conçu par le sculpteur Emanuel Hahn, a été frappée en 1935.

Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario)
K1A 0G9

893-49-90-514
CN ISSN 1201-8783

Imprimé au Canada sur papier recyclé

Table des matières

1. Introduction	3
2. Les cibles de maîtrise de l'inflation	4
3. L'évolution récente de l'inflation	4
L'inflation et la fourchette cible	5
Les facteurs qui influencent l'inflation	6
4. La réalisation des cibles de maîtrise de l'inflation . . .	14
5. Les perspectives en matière d'inflation	18
La demande et l'offre globales	18
Les effets des variations du taux de change et des prix des produits de base	19
Les mesures des attentes relatives à l'inflation	20
Les indicateurs monétaires	21
6. Conclusions	24
Bibliographie	25

1. Introduction

Le présent document est le deuxième d'une série de rapports semestriels visant à accroître la transparence et la compréhension de la politique monétaire canadienne.

Comme en faisait état la première livraison du *Rapport sur la politique monétaire* publiée en mai dernier, la meilleure contribution que la politique monétaire peut apporter à la bonne tenue générale de l'économie est de maintenir la confiance dans la valeur de la monnaie par l'entremise de la stabilité des prix. À cette fin, la Banque du Canada s'est employée avec succès, depuis quatre ans et demi, à atteindre les cibles de maîtrise de l'inflation qu'elle s'est fixées pour réaliser la stabilité des prix.

Les cibles de maîtrise de l'inflation définissent l'objectif précis que la politique monétaire vise à moyen terme. En gros, la tâche fondamentale de la politique monétaire est de favoriser un rythme tendanciel d'expansion de la masse monétaire qui soit compatible avec la réalisation de ces cibles et, par la suite, avec la stabilité des prix. Toutefois, comme les mesures de politique monétaire n'agissent sur l'inflation qu'avec de longs retards, les décisions que prend la Banque doivent être axées sur l'avenir. Et, lorsqu'elle arrête les mesures qui lui permettront d'atteindre ses cibles, la Banque fait face à de nombreuses incertitudes quant à cet avenir. Ses décisions se fondent donc par nécessité sur des projections concernant un avenir incertain et doivent aussi parer aux situations imprévues.

Depuis la publication du dernier rapport, l'économie canadienne a été plus faible que prévu, de sorte que les ressources inutilisées sur le marché du travail de même que dans l'appareil de production se sont accrues. Les facteurs économiques susceptibles de favoriser une baisse de l'inflation se sont ainsi renforcés au cours des six derniers mois. Dans cette conjoncture, la Banque est intervenue pour assouplir les conditions monétaires à la fin du printemps et au début de l'été. Toutefois, celles-ci se sont resserrées par la suite, la Banque ayant fait preuve de prudence lorsqu'elle a cherché à neutraliser l'appréciation du dollar canadien, compte tenu du rétrécissement de l'écart entre les taux d'intérêt à court terme canadiens et américains observé alors que régnait un climat d'incertitude politique.

Le présent document est le deuxième d'une série de rapports semestriels sur la politique monétaire canadienne. Le prochain rapport paraîtra en mai 1996.

Les données que renferme le présent document s'arrêtent au 20 octobre 1995.

2. Les cibles de maîtrise de l'inflation

Les limites de la fourchette de maîtrise de l'inflation visée pour la fin de 1995 sont de 1 et 3 %.

En décembre 1993, le gouvernement et la Banque du Canada ont arrêté une trajectoire cible d'évolution de l'inflation pour la période allant de la fin de 1995 à la fin de 1998. L'objectif visé est de maintenir le taux d'inflation dans une fourchette de 1 à 3 %, avec 2 % comme point médian. D'ici 1998, le gouvernement et la Banque s'entendront sur une nouvelle fourchette cible compatible avec la stabilité des prix.

Les cibles de maîtrise de l'inflation sont établies en fonction de l'indice des prix à la consommation (IPC). Toutefois, comme l'IPC fait l'objet de nombreuses variations attribuables aux mouvements temporaires des prix des aliments et de l'énergie de même qu'aux modifications des impôts indirects, la Banque du Canada utilise plutôt un *indice de référence* de la tendance des prix à la consommation, c'est-à-dire l'IPC hors aliments, énergie et effet des modifications des impôts indirects. Sur de longues périodes, les mesures de l'inflation fondées sur l'IPC global et sur l'indice de référence tendent à afficher des profils d'évolution similaires. Par conséquent, lorsque l'inflation mesurée selon l'indice de référence suit la trajectoire cible établie, il devrait en être sensiblement de même du taux d'accroissement de l'IPC global, sur longue période. Si les deux indices devaient conserver des profils d'évolution divergents, la Banque corrigerait la trajectoire visée pour le taux d'augmentation de l'indice de référence de façon à ramener celui de l'IPC global à l'intérieur de la fourchette cible.

3. L'évolution récente de l'inflation

L'inflation est le résultat d'une expansion monétaire excessive.

L'inflation est, en définitive, le résultat d'une expansion monétaire excessive, mais le processus de transmission est long et complexe. Il est constitué d'une série de liens qui vont des mesures prises par la Banque en réaction à l'évolution économique et financière au taux d'inflation. L'élément déterminant dans l'analyse de l'inflation tendancielle est la mesure dans laquelle l'expansion monétaire tolère ou favorise une évolution de la demande globale qui va exercer des pressions persistantes sur l'offre globale.

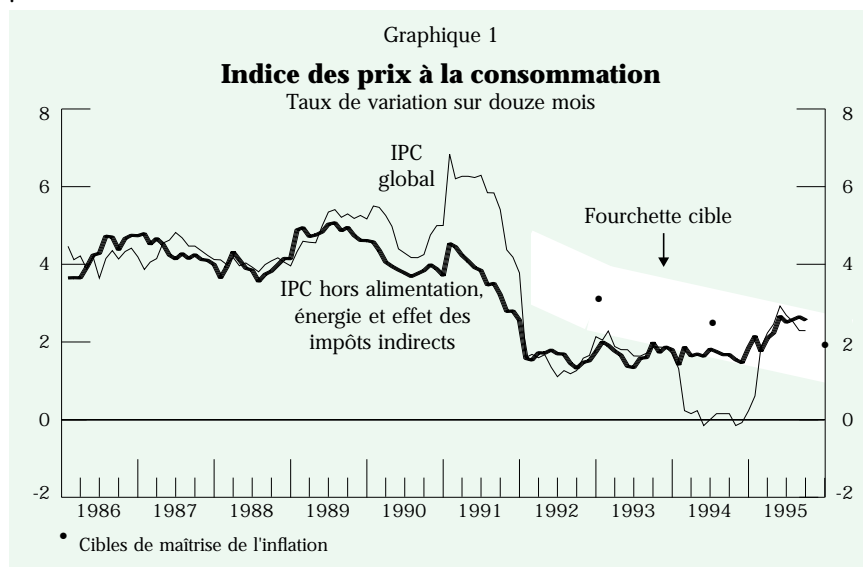
Compte tenu des décalages qui caractérisent le processus de transmission de la politique monétaire, les mesures appliquées doivent tenir compte des facteurs susceptibles d'influencer l'inflation au cours des 12 à 24 mois à venir. Il ne suffit pas de faire des projections de l'inflation à partir des taux du moment. Ce qu'il faut en particulier, c'est isoler les facteurs temporaires des facteurs fondamentaux d'offre et de demande qui agissent sur l'inflation. Il pourrait s'avérer préjudiciable de prendre des mesures pour contrer des variations temporaires du taux d'inflation qui, de par leur nature, se corrigeront d'elles-mêmes. Les chocs de prix dont la Banque se préoccupe sont ceux qui alimentent les attentes relatives à l'inflation future et qui poussent le taux de l'inflation tendancielle

au-dessus ou au-dessous de la fourchette visée. Pour reconnaître ces chocs, il importe d'examiner diverses mesures de l'inflation et de parvenir à expliquer de manière satisfaisante leur comportement au fil du temps.

L'inflation et la fourchette cible

Mesuré en fonction du taux d'accroissement sur douze mois de l'indice de référence, le taux d'inflation est passé dans la moitié supérieure de la fourchette cible au cours des six derniers mois, comme le prévoyait le précédent rapport. En septembre 1995, le taux de l'inflation tendancielle s'établissait sur douze mois à 2,6 %, comparativement à un sommet de 2,7 % observé en mai (Graphique 1). Quant à l'IPC global, son taux d'accroissement sur douze mois a été de 2,3 %, en baisse par rapport à un pic de 2,9 % atteint en mai.

Le taux de l'inflation tendancielle s'est maintenu à l'intérieur de la fourchette cible depuis le début de 1993...



... mais est passé récemment dans la moitié supérieure de la fourchette.

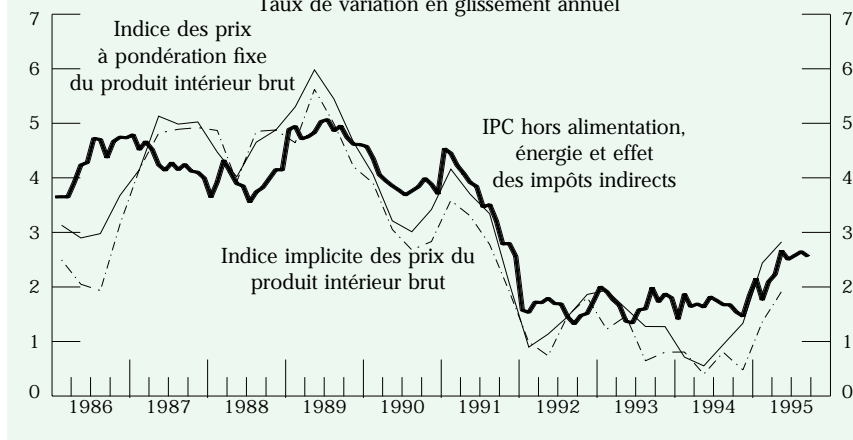
Les autres grandes mesures de la hausse des prix ont aussi grimpé en 1995. Le taux moyen d'augmentation sur quatre trimestres de l'indice implicite des prix du produit intérieur brut (PIB) a été de 1,6 % au premier semestre de 1995, contre 0,6 % pour l'année 1994. Le taux de croissance sur quatre trimestres de l'indice des prix à pondération fixe du PIB, qui tient compte des effets des modifications de la composition de la dépense, est passé d'environ 1 1/2 % à la fin de 1994 à 2,6 % en moyenne au premier semestre de 1995 (Graphique 2).

Les autres grandes mesures de l'inflation ont aussi grimpé au premier semestre de 1995.

Graphique 2

Grandes mesures de l'inflation

Taux de variation en glissement annuel

**Les facteurs qui influencent l'inflation**

Les capacités de production excédentaires et les ressources inutilisées sur le marché du travail ont continué d'exercer des pressions à la baisse sur l'inflation au cours des six derniers mois. Parallèlement, les variations de certains prix relatifs importants ont de nouveau eu une incidence appréciable sur les mesures globales des prix à la consommation et à la production. Ainsi, les pressions à la hausse sur le niveau général des prix engendrées par l'augmentation des cours des produits de base et la dépréciation antérieure du dollar canadien se sont particulièrement fait sentir au cours des six derniers mois.

La demande et l'offre globales

Après une croissance rapide en 1994, l'activité économique au Canada a marqué le pas durant le premier semestre de 1995. Même si l'on s'attendait à un ralentissement, la soudaineté du revirement de situation a pris la Banque (et presque tout le monde) par surprise. Trois facteurs semblent expliquer cette baisse de régime. Premièrement, les ménages ont réduit leurs achats d'articles coûteux et leurs dépenses discrétionnaires. Deuxièmement, les exportations nettes, qui avaient fortement contribué à la croissance en 1994, ont reculé. Troisièmement, la réduction des dépenses publiques a commencé à se répercuter de façon sensible sur la demande globale au cours du deuxième trimestre.

Les dépenses des ménages au titre de la demande de logements et de véhicules automobiles ont baissé pour diverses raisons. La forte montée des taux d'intérêt observée cet hiver semble avoir joué un rôle prépondérant. En outre, le comportement des consommateurs a été influencé par la stagnation de l'emploi, les gains modestes enregistrés à ce chapitre dans les secteurs secondaire et tertiaire ayant été neutralisés par le recul dans la construction et l'administration publique. Par ailleurs, la croissance des exportations a chuté, en raison surtout de l'essoufflement

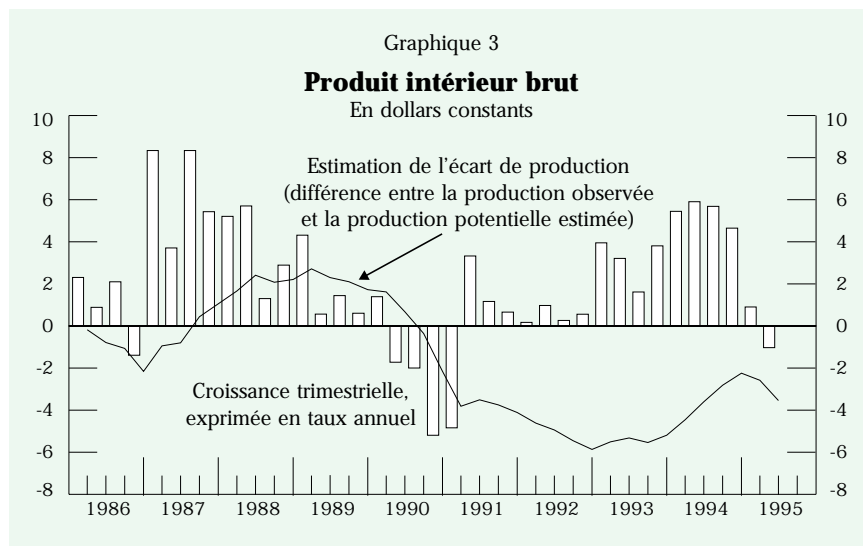
Le ralentissement de l'activité économique au Canada au premier semestre de 1995 a été beaucoup plus important que prévu...

de l'économie américaine. Même si l'on s'attendait à ce que la hausse des taux d'intérêt enregistrée l'année précédente entraîne dans son sillage une certaine décélération de l'activité économique aux États-Unis, la réaction, dans ce cas-ci également, a été plus vive et plus brusque qu'on ne l'avait prévu. D'autres facteurs ont aussi contribué au ralentissement de l'économie américaine, dont la très forte baisse de la demande au Mexique et l'atonie de l'activité au Japon et au Canada.

Aux États-Unis et plus encore au Canada, l'affaiblissement de la demande intérieure finale a été d'une ampleur inattendue. Dans les deux pays, cela s'est traduit par une accumulation appréciable des stocks au premier trimestre, et, au cours des deux trimestres suivants, la nécessité d'éliminer les stocks excédentaires a freiné l'activité (voir la Note technique 1). Cependant, on peut maintenant observer les signes d'un redressement sur les marchés du logement et de l'automobile tant au Canada qu'aux États-Unis, ce qui donne à penser que la demande intérieure est en train de réagir à la baisse des taux d'intérêt amorcée le printemps dernier.

L'atonie de la demande globale au premier semestre de 1995 a provoqué un nouvel accroissement des capacités excédentaires. Dans de telles circonstances, il est particulièrement difficile de mesurer la production potentielle, car la croissance de cette variable peut être entravée par la montée de l'incertitude à l'égard de l'évolution future de la demande. Toutefois, selon les estimations de la Banque, l'écart de production s'est creusé pour s'établir entre 3 et 3 1/2 % au milieu de l'année, contre environ 2 à 2 1/2 % à la fin de 1994 (Graphique 3)¹, de telle sorte que les pressions à la baisse sur le taux de l'inflation tendancielle se sont nettement accentuées au cours des six derniers mois.

... ce qui a eu pour effet de creuser l'écart entre la production observée et la production potentielle.



1. La méthode employée par la Banque pour estimer la production potentielle est examinée dans le *Rapport sur la politique monétaire* de mai 1995 (Note technique 1, page 9).

Note technique 1

Les fluctuations des stocks

Malgré la faiblesse de leur volume par rapport à la production globale, les investissements en stocks contribuent en général de façon très marquée aux variations du cycle économique. En effet, la plupart des phases de ralentissement de l'activité économique au Canada depuis la guerre peuvent être reliées au comportement des stocks, en ce sens que, d'un point de vue comptable, la baisse du PIB s'expliquait essentiellement par une baisse du rythme d'accumulation des stocks.

L'évolution des techniques de gestion des stocks et le recours croissant aux nouvelles technologies de l'information ont favorisé une réduction tendancielle du ratio global Stocks/Ventes au cours des deux dernières décennies. Ces progrès ont aussi permis aux entreprises de mieux réagir aux conditions changeantes de l'économie et de réduire ainsi les variations non souhaitées des stocks. Le rythme d'accumulation des stocks au premier semestre de 1995 laisse croire malgré tout que les fluctuations des stocks continueront d'avoir une grande influence sur la production globale dans le court terme.

On ne s'attendait généralement pas à ce que la demande par les Canadiens et par les étrangers de biens fabriqués au Canada soit aussi faible au premier semestre de 1995, ce qui a contribué à une accélération considérable du rythme d'accumulation des stocks. Les investissements en stocks ont contribué à une hausse de plus de 3 points de pourcentage du PIB au premier trimestre, mais leur effet a été en grande partie annulé par une contraction d'environ 2 % des autres composantes du PIB qui, en définitive, a progressé de 0,9 %. De même, n'eût été l'effet additionnel des stocks, en particulier dans le secteur agricole, le PIB aurait régressé d'environ 2 % au deuxième trimestre. La production globale au deuxième et au troisième trimestre semble avoir été freinée par le fait que les fabricants et les détaillants, en particulier, avaient besoin de réduire leurs stocks. C'était surtout le cas dans l'industrie automobile.

L'accumulation des stocks observée au premier semestre n'a pas été totalement involontaire. Le comportement des stocks a aussi traduit la volonté de certaines entreprises de parer à des événements prévus, comme des changements de prix ou des arrêts de travail. Par exemple, il semble que le fort renchérissement des matières industrielles a incité beaucoup d'entreprises manufacturières à en avancer les achats au premier semestre de l'année en prévision de nouvelles hausses de prix. Cela a été particulièrement vrai du papier journal, de la pâte à papier et des produits chimiques. Les stocks de matières premières ainsi accumulés finissent par diminuer lorsque les prix se stabilisent. Par ailleurs, les grèves qui menaçaient le secteur des transports au Canada ont amené un grand nombre d'entreprises à accroître leurs stocks au premier trimestre de 1995 par mesure de précaution. La plupart des arrêts de travail ayant en fin de compte été d'assez courte durée, les entreprises ont aussitôt commencé à réduire la production afin de se débarrasser des stocks excédentaires.

Le taux de change et les prix des produits de base

Étant donné le poids accordé aux produits importés dans la composition moyenne du panier de provisions du consommateur canadien, les variations du taux de change se répercutent normalement sur l'IPC dans une proportion d'environ 20 %. Le gros de l'ajustement s'effectue en général durant la première année qui suit le mouvement du taux de change, mais il peut s'écouler deux ans ou plus avant que ce mouvement ne fasse sentir pleinement ses effets. C'est ce qui explique que la dépréciation antérieure du dollar canadien ait continué d'exercer sur les prix à la consommation une incidence considérable au cours des six derniers mois. On estime qu'en mai, lorsque le taux d'inflation a atteint un sommet, plus de 1 point de pourcentage des 2,7 % de la hausse sur douze mois de l'indice de référence de la tendance des prix à la consommation était attribuable à la dépréciation passée de notre monnaie.

C'est encore une fois au chapitre des véhicules automobiles, dont le prix moyen a augmenté d'environ 6 % par rapport à l'année dernière, que transparait avec le plus de netteté l'effet du recul du dollar canadien². Aux États-Unis, la hausse de prix correspondante a été d'environ 2 %. Dans le cas de beaucoup d'autres biens de consommation importés ou entrant en concurrence avec les importations, les effets habituels des variations du taux de change semblent avoir été largement neutralisés par une intensification de la concurrence et une amélioration de la productivité tant dans le commerce de détail que dans le secteur manufacturier³.

Les cours mondiaux des produits de base (exprimés en dollars É.-U.) ont continué de monter au cours des six derniers mois (Graphique 4). Les effets de ces hausses de prix ont été ressentis de diverses façons au Canada à la fois par les producteurs et les utilisateurs de matières premières.

Pour les producteurs canadiens, ce sont le papier journal, la pâte à papier et les grains qui ont enregistré les hausses les plus fortes. Les deux premiers ont sensiblement renchéri, la demande mondiale ayant continué d'augmenter à un moment où les perspectives d'un accroissement de l'offre étaient limitées. D'autre part, le prix des grains a fait un bond en raison des conditions météorologiques préjudiciables aux cultures aux États-Unis et dans d'autres pays producteurs. Les cours des métaux communs ont également repris leur progression au terme d'un ajustement à la baisse au printemps. La hausse des prix moyens obtenus par les producteurs canadiens de matières premières a continué de se refléter dans l'évolution de l'Indice des prix des produits industriels (IPPI) (Graphique 5) et dans le nouveau relèvement marqué de l'ensemble des prix à l'exportation. Quoi qu'il en soit, la progression de 7 % qu'a affichée l'IPPI au cours de la dernière année représente un important recul par rapport aux taux observés au début de 1995.

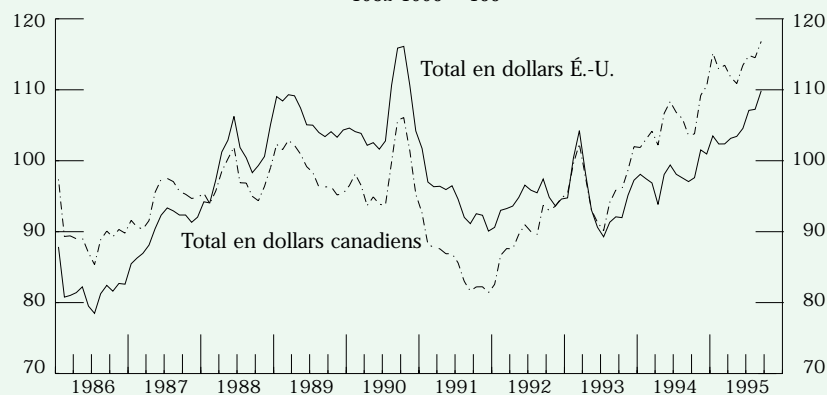
L'incidence des variations du taux de change sur les prix à la consommation est encore forte, mais elle devrait commencer à s'atténuer.

2. Il convient de souligner que le prix affiché de nombreux véhicules automobiles a augmenté beaucoup plus que ce pourcentage ne l'indique, les constructeurs ayant ajouté de nouveaux dispositifs de sécurité ou apporté d'autres améliorations à leurs produits. Dans le calcul des données relatives à l'augmentation de l'IPC, Statistique Canada tient compte de ces facteurs.

3. Cette question est analysée dans le *Rapport sur la politique monétaire* de mai 1995 (Note technique 2, page 11).

Graphique 4

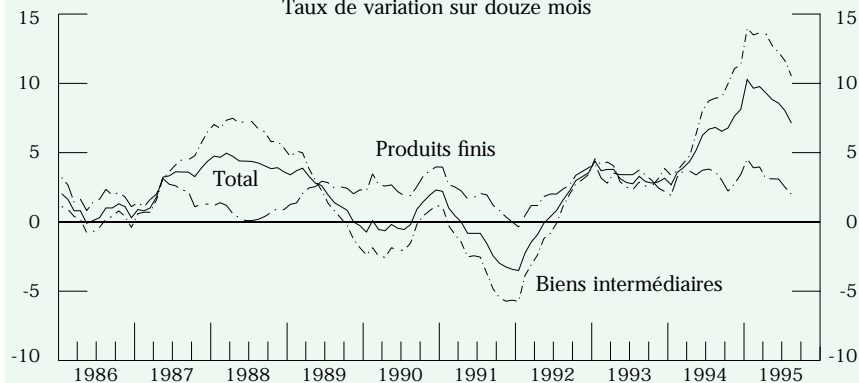
Indice des cours des produits de base de la Banque du Canada 1982-1990 = 100



Graphique 5

Indice des prix des produits industriels

Taux de variation sur douze mois



Le renchérissement des produits de base, dont l'effet se faisait déjà sentir sur les prix à la production, se répercute maintenant sur certains prix à la consommation.

Le renchérissement des produits de base, dont l'incidence se faisait sentir depuis un certain temps sur les prix à la production, commence à se répercuter clairement sur certains prix à la consommation. On estime en effet que ce renchérissement a contribué pour environ un demi-point de pourcentage aux hausses sur douze mois enregistrées par l'IPC ces derniers temps. Cette incidence sera probablement temporaire, parce que, d'une part, les prix des produits de base devraient se stabiliser par suite du ralentissement que connaît actuellement l'expansion économique mondiale, et que, d'autre part, l'offre excédentaire au Canada devrait aussi influencer à la baisse l'inflation tendancielle. L'exemple le plus éloquent de l'effet du renchérissement des produits de base sur l'IPC est l'augmentation considérable des prix des articles de papeterie et des livres, des revues et des journaux. La hausse des coûts des métaux, des produits chimiques et du matériel d'emballage laisse toutefois supposer que cet effet s'est propagé.

La maîtrise des coûts et les autres facteurs

La hausse des prix des produits de base et des intrants importés a fait augmenter considérablement les coûts de production au pays. Cette situation, conjuguée au tassement de la demande intérieure observé au cours du premier semestre, a incité les producteurs à maîtriser les autres coûts et à tenter d'accroître la productivité.

Les salaires, qui sont la principale composante des coûts, ont continué de croître à un rythme très modéré au cours du premier semestre de 1995; les hausses négociées dans le secteur privé se sont chiffrées à environ 1,5 % en moyenne, alors que, dans le secteur public, elles ont été presque nulles. Certes, pour le secteur privé, il y a eu accélération par rapport à l'année dernière, mais les hausses ont souvent été consenties à la suite d'importants gains de productivité. De façon générale, le niveau global de l'emploi et le taux de chômage n'ont guère varié au cours des six derniers mois. Compte tenu de la persistance de ressources inutilisées sur le marché du travail, la progression du salaire moyen devrait rester modeste.

Les gains de productivité (production par heure-personne) ont été particulièrement impressionnants en 1994, les entreprises restructurant leurs opérations et l'expansion économique gagnant de la vigueur (Parker, 1995). Comme les salaires ne progressaient que légèrement, la rentabilité s'est grandement améliorée dans bon nombre de secteurs (voir la Note technique 2). La productivité du travail et les profits ont toutefois piétiné au cours du premier semestre de 1995 sous l'effet d'une baisse subite de l'activité au début de l'année. Un tel phénomène cyclique n'est pas inhabituel, les entreprises ayant tendance, lorsque se produit un brusque ralentissement de la demande, à réduire graduellement la main-d'œuvre, surtout si le ralentissement est généralement perçu comme temporaire.

La modeste progression des salaires et un affaiblissement de la productivité globale ont donné lieu ces derniers temps à un accroissement des coûts unitaires de main-d'œuvre (Graphique 6). On s'attend cependant qu'une reprise de l'activité économique d'ici la fin de l'année se traduise par de nouveaux gains de productivité et que les efforts de restructuration en cours continuent d'agir au fil des mois et contribuent ainsi à maintenir à un bas niveau le taux d'accroissement de l'ensemble des coûts.

L'écart entre le niveau du salaire réel et la productivité a continué de s'amenuiser au premier semestre de 1995 (Graphique 7). Cela tient principalement aux nouvelles augmentations des prix mondiaux des produits de base dont il a déjà été question, lesquelles ont fait baisser le salaire réel du point de vue du producteur dans les secteurs touchés. Cette évolution devrait mener à une certaine accélération de la croissance de l'emploi au cours des prochains trimestres.

L'accroissement du niveau général des prix a également été freiné par le repli du prix des maisons, la montée des taux d'intérêt observée au début de l'année ayant incité de nombreux ménages à en retarder l'achat.

Les augmentations salariales ont progressé dans le secteur privé au premier semestre de 1995, mais elles sont restées modérées dans l'ensemble.

La productivité a baissé sous l'effet d'un repli de la production...

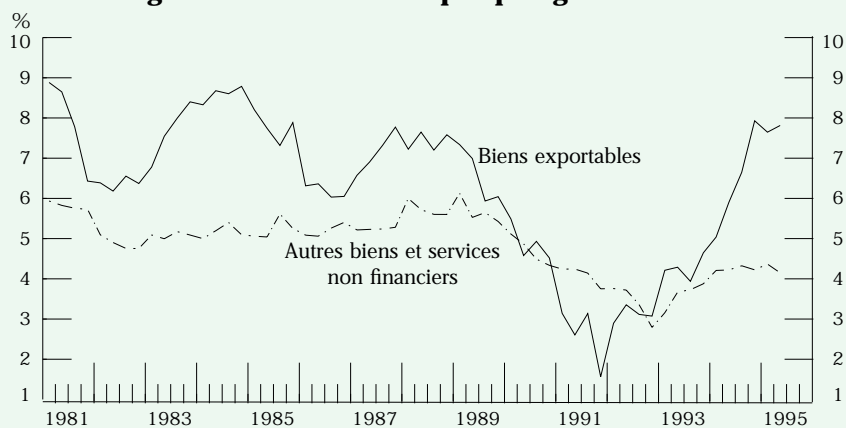
... et les coûts unitaires de main-d'œuvre ont augmenté au cours de la période.

L'écart entre le salaire réel du point de vue du producteur et la productivité a continué de s'amenuiser au premier semestre de 1995.

Note technique 2

L'évolution récente de la rentabilité des entreprises

Les fluctuations des bénéfices des sociétés au cours du cycle économique s'expliquent dans une large mesure par la réaction graduelle des coûts de production aux variations des ventes. Au début des années 90, les bénéfices des sociétés étaient très bas pour diverses raisons, dont une détérioration cumulative de la compétitivité des entreprises canadiennes sur les marchés internationaux, l'atonie de la demande globale, la faiblesse des prix mondiaux des produits de base et la concurrence accrue à l'échelle mondiale (voir Lau et Stuber, 1992). Devant la persistance de ces facteurs, les entreprises ont effectué d'importants efforts de restructuration, qui ont été particulièrement intenses dans le secteur de la fabrication des biens destinés à l'exportation¹. Les marges bénéficiaires ont par la suite retrouvé les niveaux moyens atteints dans le passé, en partie grâce à la relance de la demande d'exportations et à la remontée des prix mondiaux des produits de base².

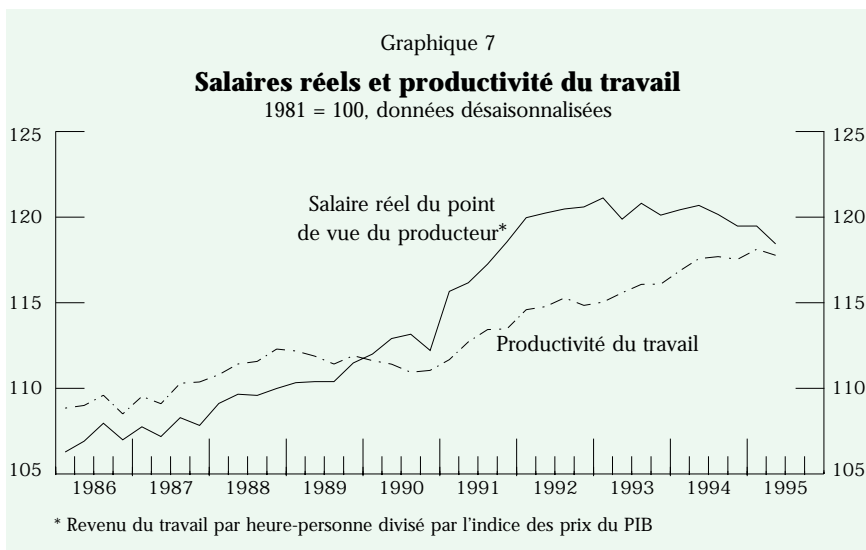
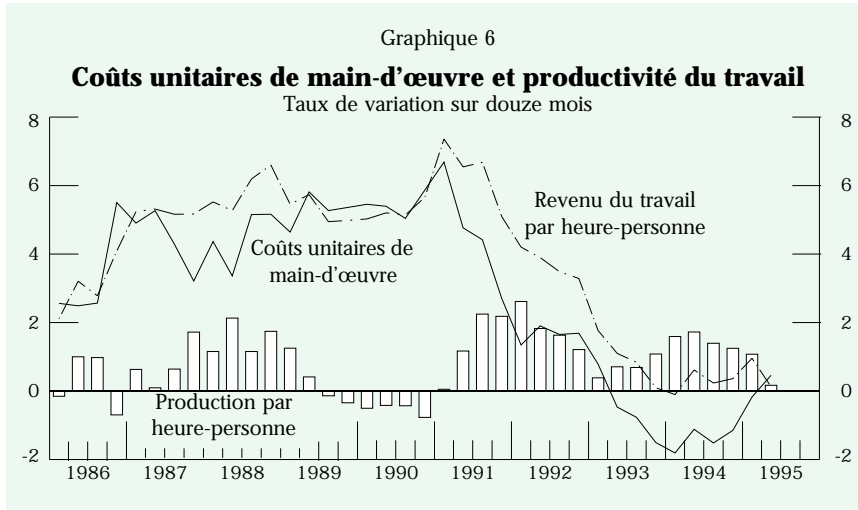
Marges bénéficiaires dans quelques grands secteurs

Le processus d'ajustement aux mutations économiques semble moins avancé dans les branches d'activité qui étaient auparavant moins exposées à la concurrence étrangère ou qui sont en voie de déréglementation. De fait, les niveaux de rentabilité demeurent très inférieurs à la normale dans nombre de ces secteurs, de sorte que de nouveaux projets de restructuration majeurs continuent d'y être mis en œuvre. Par exemple, les détaillants canadiens doivent non seulement faire face à une demande anémique, mais aussi subir la concurrence de plus en plus forte des grandes chaînes américaines. Par ailleurs, le secteur des télécommunications est en train de s'adapter aussi bien à la déréglementation qu'au flot rapide et continu des innovations technologiques.

1. Ces biens comprennent les métaux, le bois, le papier, le pétrole, le gaz naturel, les autres combustibles, l'électricité, les produits chimiques, les machines, le matériel de transport, les produits électriques et d'autres produits manufacturés.

2. Le terme *marge bénéficiaire* désigne ici les bénéfices d'exploitation en pourcentage des produits d'exploitation.

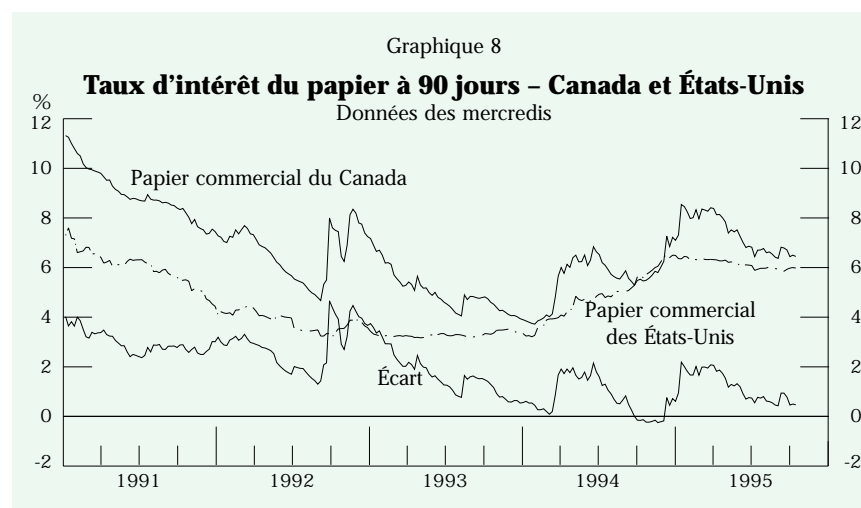
Mais certains signes annonciateurs d'une reprise sur le marché de l'habitation donnent à penser qu'il peut s'agir, dans ce cas-ci également, d'une situation temporaire.

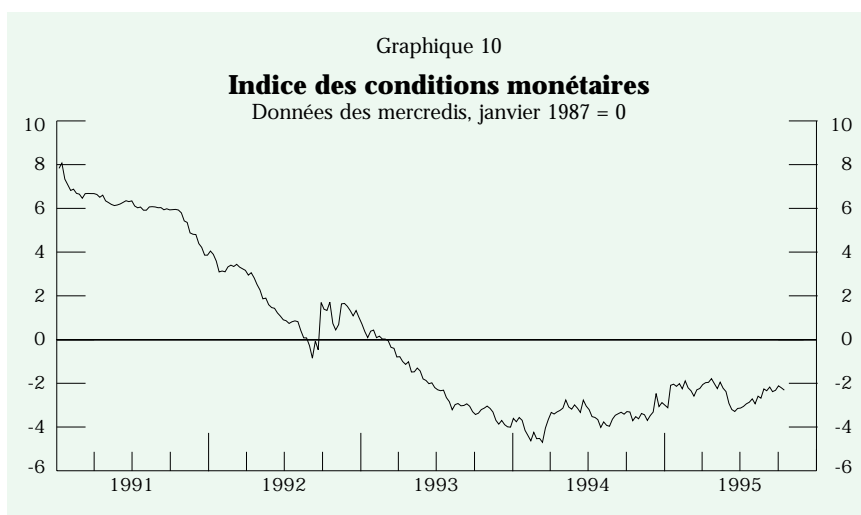
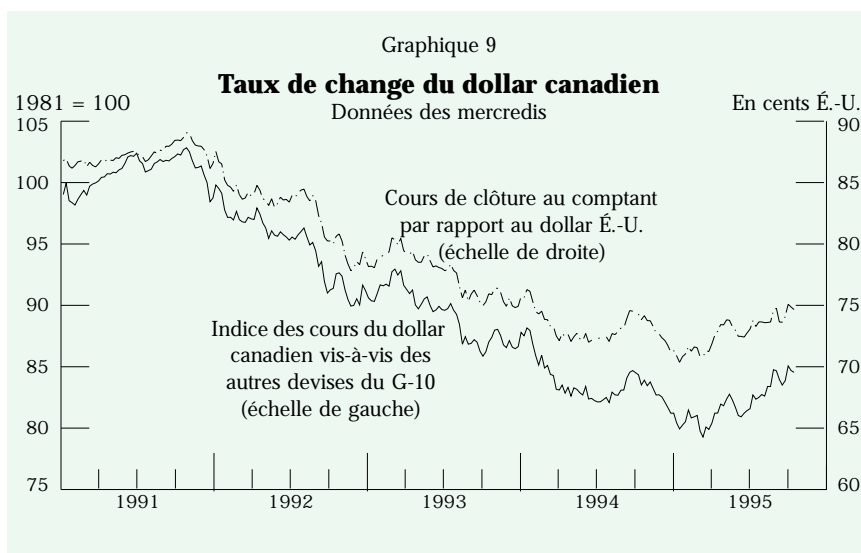


4. La réalisation des cibles de maîtrise de l'inflation

Comme il a été expliqué dans le précédent rapport, la Banque s'appuie sur le concept de conditions monétaires au moment de formuler les mesures de politique monétaire qu'elle doit prendre en réaction à l'évolution de la conjoncture économique. Ce concept englobe tant l'influence des taux d'intérêt à court terme que celle du taux de change pondéré en fonction des échanges commerciaux, et l'indice des conditions monétaires (ICM) que la Banque a construit (Graphiques 8, 9 et 10) lui permet de mesurer rapidement le degré global de resserrement ou d'assouplissement des conditions monétaires.

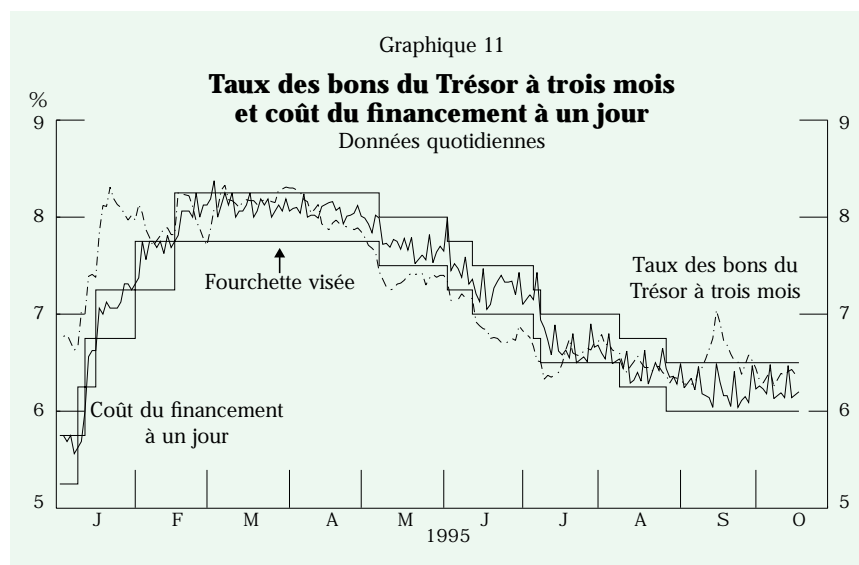
La Banque réévalue constamment le niveau des conditions monétaires propice à la réalisation des cibles de maîtrise de l'inflation. Si son analyse révèle que les pressions inflationnistes sont, tout compte fait, moins fortes que prévu (par exemple en raison d'une demande globale inférieure aux prévisions), la trajectoire souhaitée pour l'évolution des conditions monétaires est alors révisée à la baisse. Si, au contraire, les pressions inflationnistes sont plus intenses que ce à quoi on s'attendait, la Banque relève le sentier d'évolution visé pour les conditions monétaires. Il importe de se rappeler qu'à certains moments, la Banque ne peut se consacrer exclusivement à la réalisation des conditions monétaires souhaitées à court terme parce qu'elle doit temporairement chercher à rassurer des marchés agités ou pouvant le devenir.





Vers la fin de 1994 et au début de 1995, les hausses des taux d'intérêt aux États-Unis et les préoccupations croissantes que suscitait le niveau élevé d'endettement des administrations publiques ont exercé des pressions à la baisse sur le taux de change ainsi que des pressions à la hausse sur les taux d'intérêt du marché. La Banque a réagi en relevant à plusieurs reprises la fourchette visée pour le taux du financement à un jour (Graphique 11 et Note technique 3), ce qui a provoqué un durcissement des conditions monétaires. Même si ce dernier était surtout destiné à calmer les marchés, il semblait également indiqué compte tenu de certains signes selon lesquels l'économie était plus vigoureuse que prévu. Par la suite, l'accueil favorable qu'a reçu le budget fédéral de février 1995 a eu un effet stabilisateur sur les marchés financiers, et, à la fin du premier trimestre, les conditions monétaires étaient presque les mêmes qu'à la mi-janvier.

Après un net resserrement au début de 1995, les conditions monétaires sont demeurées en grande partie inchangées jusqu'à la fin de mai...



Au deuxième trimestre de 1995, le climat régnant sur les marchés financiers canadiens s'est embelli, et le dollar canadien s'est raffermi. Cette amélioration reflétait l'évaluation de plus en plus positive des marchés à l'égard de la situation budgétaire des provinces et du gouvernement fédéral et le renforcement des anticipations de baisses prochaines des taux d'intérêt aux États-Unis, face au ralentissement de l'économie américaine. Grâce au regain d'optimisme des marchés, la Banque a pu, au début de mai, rééquilibrer la composition des conditions monétaires en compensant les effets de l'appréciation de la monnaie par une réduction de 25 points de base de la fourchette visée pour le taux du financement à un jour. Il est devenu de plus en plus évident, pendant le reste du trimestre, que l'économie canadienne ne progressait pas autant que prévu, ce qui justifiait un relâchement des conditions monétaires. La Banque a donc abaissé la fourchette de variation du taux à un jour de 25 points de base à deux reprises au début de juin, entérinant ainsi des baisses déjà survenues sur le marché monétaire. Conjugué à une légère dépréciation du dollar canadien, le recul des taux d'intérêt a contribué à un important assouplissement des conditions monétaires.

... mais elles se sont relâchées par la suite, la croissance se révélant plus faible que prévu...

Toute la période de juillet et août a été caractérisée par une amélioration de l'attitude des marchés à l'égard des monnaies nord-américaines. Parallèlement, le dollar canadien a été favorisé par de nouveaux progrès des termes de l'échange. En outre, on prenait de plus en plus conscience que des efforts sont faits pour assainir les finances publiques et que le Canada continue d'obtenir de bons résultats au chapitre de l'inflation. Sous l'impulsion du raffermissement du dollar, les taux d'intérêt à court terme ont amorcé une baisse, que la Banque a entrepris d'entériner. Elle a ainsi réduit la fourchette de variation du taux à un jour de 25 points de base à quatre reprises (les 6 et 10 juillet ainsi que les 9 et 28 août) pour en ramener les limites à 6 et 6 1/2 %. La Banque a agi avec prudence à cet égard, car le dollar pouvait se ressentir du rétrécissement de l'écart entre les taux d'intérêt à court terme canadiens et américains compte tenu

... avant de se durcir à nouveau lorsque le taux de change s'est raffermi.

Note technique 3

**L'importance accrue du taux d'intérêt à un jour
dans la conduite de la politique monétaire**

Depuis le milieu de l'année 1994, les mesures de politique monétaire prises par la Banque du Canada ont eu pour objectif de maintenir le taux d'intérêt à un jour à l'intérieur d'une fourchette de 50 points de base. Auparavant, la Banque agissait sur le taux à un jour de manière à établir celui des bons du Trésor à trois mois au niveau souhaité. Comme ce changement permet à la Banque de définir la cible immédiate visée en fonction du taux d'intérêt sur lequel elle exerce l'influence la plus directe, il est maintenant plus facile aux marchés d'interpréter les opérations de la Banque.

La Banque modifie la fourchette cible du taux du financement à un jour lorsqu'elle désire accroître ou réduire le niveau des conditions monétaires, ou encore lorsqu'elle souhaite un rééquilibrage de celles-ci (par exemple une baisse des taux d'intérêt par suite d'une appréciation du dollar canadien). La Banque accroît aussi à l'occasion sa fourchette cible afin de stabiliser les marchés financiers. Dans chacun de ces trois cas, la décision de la Banque de modifier la fourchette cible du taux à un jour peut avoir pour simple effet d'entériner des variations qu'ont déjà enregistrées d'autres taux du marché monétaire.

La Banque utilise deux outils pour agir sur le taux à un jour. Le premier est le mécanisme de fixation du volume d'encaisses de règlement qu'elle met à la disposition des adhérents de l'Association canadienne des paiements (les grandes institutions financières qui tiennent un compte à la Banque du Canada à des fins de compensation et de règlement). Comme les adhérents de l'ACP sont les bailleurs de fonds à la marge sur le marché à un jour, toute modification du niveau de ces encaisses de règlement exercera des pressions à la baisse ou à la hausse sur le taux à un jour.

Le second outil consiste dans les opérations à réméré qu'entreprend la Banque afin de veiller à ce que le taux à un jour ne sorte pas des limites supérieure et inférieure de la fourchette cible. Lorsque celui-ci menace de dépasser la limite supérieure, la Banque invite les agents agréés (c'est-à-dire les courtiers en valeurs mobilières et les banques avec lesquels elle effectue des opérations sur le marché monétaire) à conclure des prises en pension spéciales à un taux égal à cette limite. Lorsque, à l'inverse, les taux d'intérêt menacent de franchir la limite inférieure, la Banque offre des cessions en pension aux grandes banques (qui sont, dans la pratique, les prêteurs à la marge sur le marché à un jour) à un taux égal à la limite inférieure de la fourchette cible (Clinton et Fetting, 1989). La Banque a aussi recours aux opérations à réméré pour annoncer une modification de la fourchette visée. Dans ce cas, elle offre des prises ou des cessions en pension au nouveau taux souhaité, que le taux à un jour se trouve ou non à l'extérieur de la nouvelle fourchette.

En outre, la Banque du Canada peut vendre ou acheter des bons du Trésor sur le marché pour indiquer qu'elle souhaite voir les variations du taux d'intérêt des bons du Trésor à trois mois s'atténuer. Comme la Banque cherchait jusqu'à tout récemment à agir directement sur le taux à trois mois, le taux auquel elle intervenait ne variait généralement pas entre les adjudications. Le 31 août 1995, la Banque a annoncé qu'elle effectuerait ses achats et ventes de bons du Trésor aux taux en vigueur sur le marché. Enfin, il arrive que la Banque procède à des substitutions de bons du Trésor (en achetant sur le marché des bons du Trésor à échéances plus longues en échange de bons assortis d'échéances plus courtes) afin d'atténuer les pressions du marché.

de l'incertitude que risquait de susciter le climat politique interne. De fait, le maintien d'écarts importants entre les taux à long terme porte à croire que les marchés financiers demeurent préoccupés par les niveaux d'endettement et l'incertitude liée au référendum québécois. Si l'évolution générale des marchés durant cette période a favorisé un nouveau rééquilibrage des conditions monétaires, il reste que celles-ci se sont durcies dans l'ensemble, les baisses des taux d'intérêt n'ayant pas entièrement contrebalancé l'appréciation du dollar canadien.

En septembre, après la divulgation de la date du référendum, la volatilité s'est amplifiée sur le marché monétaire et sur les marchés des changes. La Banque est demeurée prudente et au 20 octobre 1995, date à laquelle s'arrêtent les données contenues dans le présent rapport, elle n'avait pas modifié les limites de la fourchette de variation du taux à un jour, qui se situaient toujours à 6 et 6 1/2 %.

5. Les perspectives en matière d'inflation

Dans son évaluation des perspectives d'inflation, la Banque doit tenir compte de divers facteurs, dont la conjoncture économique internationale, la vigueur de l'économie canadienne et l'incidence des conditions monétaires sur l'évolution future de la demande globale.

La demande et l'offre globales

La conjoncture économique internationale reste encourageante.

L'élément le plus important de la conjoncture économique internationale dans laquelle le Canada évolue est l'économie américaine, comme l'a clairement démontré au premier semestre de 1995 le ralentissement qu'a connu l'activité aux États-Unis. Ce ralentissement semble avoir amené la demande et l'offre globales au sein de l'économie américaine à un état de quasi-équilibre, ce qui permet d'entrevoir une plus longue période de croissance caractérisée par une faible inflation. Par conséquent, l'économie américaine paraît afficher un bon dynamisme au second semestre, et sa croissance devrait s'accélérer quelque peu à mesure que progressera l'ajustement des stocks.

Dans les pays d'outre-mer, la reprise économique devrait se poursuivre mais à une cadence plus lente qu'on ne l'a projeté. Il semble maintenant que l'Europe connaîtra en 1995 une croissance similaire à celle de 1994. Au Japon, la situation est plus incertaine étant donné les tensions que subit le système financier et la vigueur que le yen a affichée durant les premiers mois de l'année. Néanmoins, le repli ultérieur du yen, les récentes baisses des taux d'intérêt et les autres mesures qui ont été prises dans ce pays devraient faire augmenter la production japonaise cette année, mais à un rythme vraisemblablement modeste.

Devant la perspective d'une bonne tenue de l'économie américaine et d'une croissance modérée dans les pays d'outre-mer, on s'attend à ce que

les prix des produits de base demeurent fermes. Bien que le secteur industriel canadien soit diversifié, les produits de base restent un important moteur de l'activité économique au pays.

Dans l'ensemble donc, la demande extérieure devrait redevenir un facteur de croissance de l'économie canadienne au second semestre de 1995.

La situation au pays reste contrastée cependant. Une reprise de l'expansion dans le secteur des industries à vocation exportatrice devrait générer de nouveaux gains au chapitre de l'emploi et du revenu. Lorsque les chômeurs recommencent à travailler, ils contribuent habituellement à donner un vif élan à la consommation globale, comme cela a été le cas à la fin de 1994. Le repli des taux d'intérêt observé depuis le printemps devrait aussi continuer à stimuler la demande. Par ailleurs, la situation de l'emploi inquiète toujours bon nombre de ménages dans le contexte de restructuration et de restriction continues que nous connaissons et qui touche tous les secteurs de l'économie. De fait, dans le secteur public, la restructuration et la réduction des effectifs feront partie du paysage tout au long des deux ou trois prochaines années, vu la nécessité d'assainir les finances publiques. En outre, la réduction des stocks aux niveaux souhaités continuera de freiner la production à courte échéance, même si son effet se fera de moins en moins sentir.

Il ressort d'un examen des facteurs externes et internes que l'activité économique devrait connaître un regain de vigueur vers la fin de l'année; la reprise, d'abord timide au troisième trimestre, serait plus robuste au dernier trimestre. Des prévisions récentes émanant du secteur privé donnent à penser que la demande globale (en termes réels) augmentera d'environ 2 % en 1995. Sa croissance ayant été nulle au premier semestre de l'année, ces prévisions supposent donc aussi une certaine reprise au second semestre.

Toutefois, l'évolution prévue pour les troisième et quatrième trimestres implique que l'écart de production ne sera probablement pas très différent à la fin de 1995 de ce qu'il était au milieu de l'année. Les pressions à la baisse sur l'inflation tendancielle résultant de la présence de capacités excédentaires dans l'appareil de production devraient donc encore jouer un rôle important. De même, les conditions régnant sur le marché du travail devraient continuer à contenir les pressions sur les salaires et les coûts.

Les effets des variations du taux de change et des prix des produits de base

L'incidence des variations passées du taux de change sur l'évolution des prix à la consommation demeure une source d'incertitude. Bien qu'il soit difficile de mesurer avec précision cette incidence, la Banque est d'avis que certaines des hausses qu'a affichées l'IPC récemment constituent des corrections retardées liées aux dépréciations antérieures de notre monnaie et que les répercussions potentiellement inflationnistes de ces dépréciations ont à peu près atteint leur point culminant. Il est vrai que des corrections pourraient encore survenir lorsque l'activité aura repris son élan,

Bien que les incertitudes liées à l'emploi puissent freiner la croissance des dépenses des ménages...

... le rythme d'expansion de l'activité au Canada devrait s'accélérer vers la fin de l'année.

Les pressions à la baisse qu'exerce sur l'inflation une offre excédentaire se maintiendront.

L'incidence du repli du taux de change sur les prix à la consommation semble avoir atteint son point culminant...

mais, selon toute vraisemblance, la concurrence accrue dans le secteur de la vente au détail et les efforts de restructuration ont effacé à jamais une partie des effets du repli passé du taux de change. Compte tenu de la récente appréciation du dollar canadien, on devrait donc observer, d'ici le début de 1996, une nette atténuation des pressions à la hausse exercées par les dépréciations antérieures du taux de change sur l'inflation mesurée.

... mais le renchérissement des matières premières commence maintenant à faire sentir ses effets.

En revanche, le renchérissement des matières premières qui a été observé en 1994 et qui s'est poursuivi au début de cette année ne fait que commencer à se répercuter sur les prix à la consommation, en particulier ceux des produits du métal et du papier. En raison des innovations dans l'utilisation des matières premières et des efforts constants en vue d'accroître la productivité générale, il est difficile de prédire de quelle façon les hausses des cours des matières premières se transmettront finalement aux prix à la consommation. Quoi qu'il en soit, il n'est pas impossible que le taux d'accroissement de l'indice de référence, même s'il diminue somme toute, se maintienne dans la moitié supérieure de la fourchette cible au cours des prochains mois. Les risques que cela se produise seront plus grands si les cours des produits de base continuent d'augmenter. Toutefois, le fait que l'économie dispose de plus de capacités inutilisées maintenant qu'il y a six mois accroît la possibilité que de nouvelles réductions de coûts viennent neutraliser ces hausses. Par ailleurs, certains renseignements obtenus de source informelle indiquent que le secteur de la vente au détail au Canada continue d'être très réfractaire aux relèvements de prix.

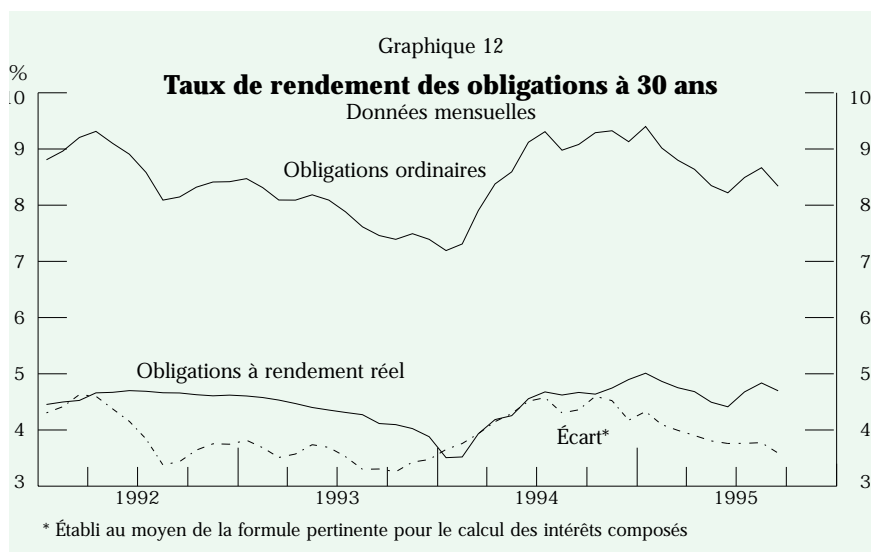
Les mesures des attentes relatives à l'inflation

Le taux d'inflation attendu à court terme semble être remonté en réaction à la hausse de l'inflation mesurée.

Les attentes des agents économiques jouent également un rôle important dans les perspectives d'inflation, en partie parce que c'est par leur truchement que les hausses des prix relatifs – effets des variations du taux de change ou des hausses des prix des matières premières mentionnés précédemment – peuvent résulter en une augmentation du taux de l'inflation tendancielle. Le taux d'inflation attendu à court terme semble être remonté en réaction aux relèvements de prix observés, mais il demeure à l'intérieur de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation fixée par la Banque. L'enquête trimestrielle que le Conference Board du Canada a menée en octobre auprès des entreprises canadiennes révèle que 28 % des répondants s'attendent à ce que l'inflation se situe à court terme à 3 % – comparativement à 17 % seulement au premier trimestre –, tandis que près de 72 % de l'ensemble des répondants croient toujours qu'elle sera de 2 % ou moins. Selon l'enquête que l'institut a menée en septembre auprès d'organismes de prévision, le taux d'augmentation de l'IPC devrait se maintenir en moyenne tout juste au-dessous de 2,5 % en 1995 et en 1996, soit en hausse par rapport au taux d'environ 2 % que révélait l'enquête précédente.

L'écart de rendement entre les obligations ordinaires à 30 ans et les obligations à rendement réel du gouvernement (Graphique 12) peut servir à calculer le taux d'inflation attendu à long terme. Étant donné que cette

mesure reflète aussi les primes liées à l'incertitude entourant l'inflation et la liquidité relative des deux marchés, il est difficile de savoir quelle importance accorder à son niveau. Il est probable, toutefois, que les variations de cet écart de rendement traduisent en grande partie les modifications des attentes relatives à l'inflation. Selon cette hypothèse, il semble que le taux d'inflation attendu à long terme diminue depuis le début de 1995.



Les indicateurs monétaires

Les agrégats monétaires constituent aussi de bons indicateurs tant de l'évolution à court terme de l'inflation que de la croissance de la production réelle.

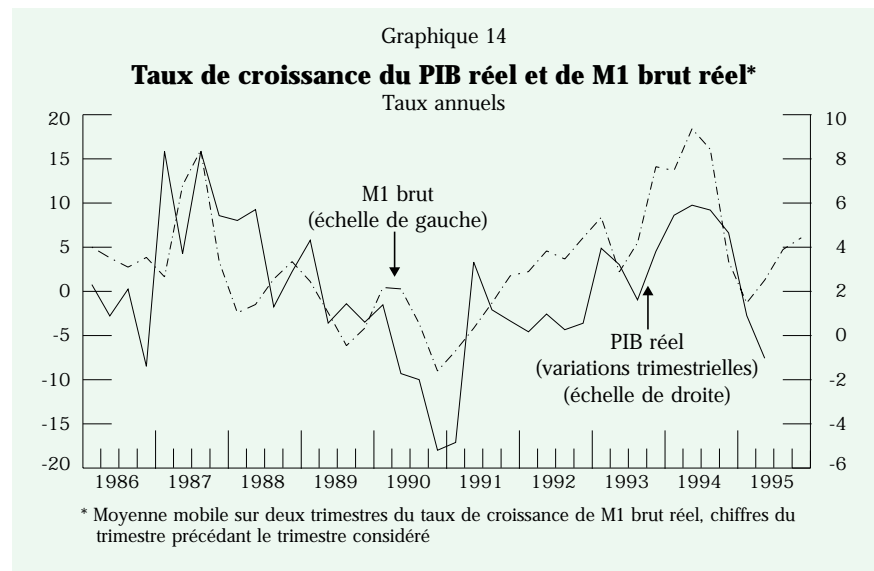
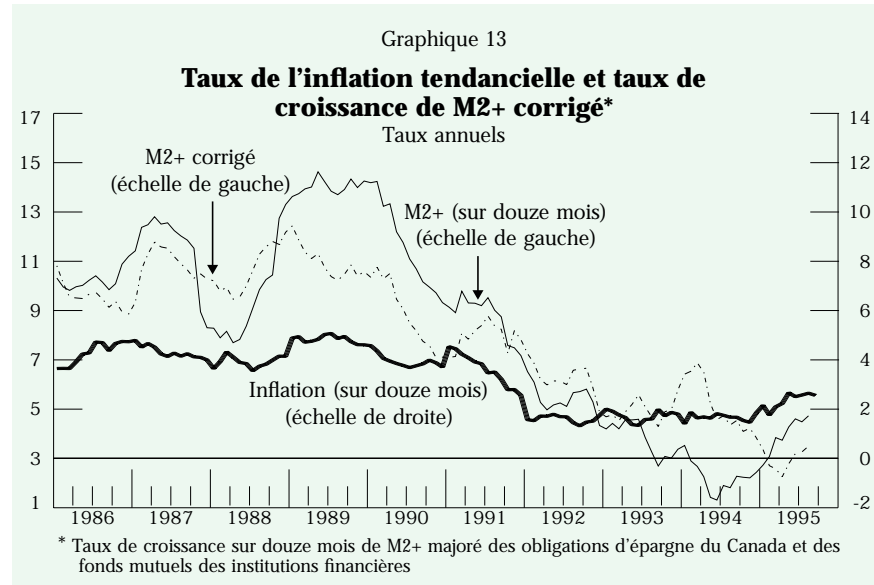
Les agrégats monétaires les plus utiles pour prévoir l'inflation à très court terme sont les agrégats au sens large liés à M2+ (par exemple M2+ corrigé pour tenir compte de la substitution entre, d'une part, ses composantes et, d'autre part, les fonds mutuels autres que ceux du marché monétaire et les obligations d'épargne du Canada), dont les taux tendanciels de croissance indiquent souvent l'orientation à attendre de l'inflation. Ces agrégats ont progressé à un rythme modéré (Graphique 13), ce qui donne à penser que la remontée du taux d'inflation mesuré observée durant les premiers mois de 1995 ne persistera pas. Les agrégats M2+ et M2+ corrigé ont en effet affiché un taux d'expansion oscillant entre 3 et 5 %, ce qui est compatible avec un taux de l'inflation tendancielle inférieur à 2 %.

Le taux de variation de l'agrégat M1 peut fournir des renseignements utiles sur l'évolution future du taux d'accroissement de la production réelle dans un cycle économique donné. À en juger par le Graphique 14, il existe entre ces deux taux une corrélation nette, quoiqu'imparfaite, selon laquelle la croissance de l'agrégat M1 précède celle du PIB réel. La croissance de M1 a été faible dans les derniers mois de 1994 et les premiers mois de 1995, préfigurant le ralentissement que le PIB réel allait

Mais l'évolution des indicateurs monétaires laisse présager une baisse de l'inflation...

... et une reprise de la production.

connaître durant la première partie de l'année. Plus récemment, l'agrégat M1 a vu sa croissance s'accélérer, ce qui permet d'anticiper une reprise de l'expansion économique au deuxième semestre de 1995, même si l'on tient compte de la possibilité que sa croissance soit surévaluée en raison de facteurs particuliers qui influencent l'évolution de l'une de ses composantes, à savoir les dépôts à vue des sociétés (voir la Note technique 4).



Note technique 4

Les dépôts à vue des sociétés et la croissance de M1 brut

Les dépôts à vue (ou comptes courants) des sociétés ont connu cette année une expansion vigoureuse, qui explique en majeure partie la forte accélération de la croissance de M1 brut. Selon des observations fragmentaires, cette expansion vigoureuse refléterait la poursuite et, dans une certaine mesure, l'intensification de la concurrence sur le marché de ces dépôts, lesquelles ont entraîné une hausse des taux d'intérêt offerts par les banques aux entreprises.

Les comptes courants sont les comptes bancaires qu'utilisent habituellement les entreprises dans leurs transactions quotidiennes. Ils sont assortis du droit de tirage par chèques, et les fonds qui y sont déposés peuvent être retirés sans préavis. Jusqu'au début des années 90, la plupart de ces comptes n'étaient pas rémunérés. Par conséquent, les sociétés étaient fortement incitées à y tenir des montants réduits, aidées en cela par les services de gestion de trésorerie qu'offraient les banques. Par exemple, les sommes dont elles n'avaient pas besoin pour leurs transactions régulières pouvaient être placées dans des fonds mutuels du marché monétaire ou en titres à court terme, ou encore dans des comptes de dépôt à préavis ou à terme. À cause de cette active gestion de trésorerie, la croissance des comptes courants a marqué le pas durant la majeure partie des années 80.

La croissance vigoureuse des comptes courants en 1995 a coïncidé avec le lancement, dans les grandes banques, de comptes courants assortis de taux d'intérêt progressifs, c'est-à-dire qui sont une fonction croissante du solde moyen. Le taux d'intérêt que touchent les entreprises dont le compte affiche un solde élevé tend maintenant à suivre de près les taux pratiqués sur le marché monétaire. Dans les années 80, les gros dépôts d'épargne des particuliers avaient connu une évolution similaire.

En raison de cette innovation, les augmentations récentes de l'agrégat M1 brut traduisent une surestimation de la variation des soldes des dépôts à vue liée à l'activité économique réelle. Aussi est-il possible que les modèles indicateurs fondés sur cet agrégat surestiment la croissance réelle anticipée. De plus, si de telles innovations persistent, il se peut que, dans l'avenir, M1 brut devienne moins sensible aux variations des taux d'intérêt du marché, ce qui pourrait se refléter sur sa capacité de servir à la prédiction de la production réelle.

6. Conclusions

Les perspectives en matière d'inflation demeurent compatibles avec les cibles que vise la Banque.

Comme prévu au moment de la rédaction du précédent rapport sur la politique monétaire, l'ajustement qu'a nécessité le repli du taux de change a amené l'inflation mesurée à s'établir dans la moitié supérieure de la fourchette cible. Cet effet devrait s'estomper sensiblement d'ici le milieu de 1996, mais il est probable que l'augmentation des coûts découlant du renchérissement mondial des matières premières engendrera temporairement de nouvelles pressions à la hausse sur l'IPC dans un proche avenir.

Par ailleurs, l'offre excédentaire dans l'économie canadienne a augmenté de façon inattendue ces six derniers mois. Compte tenu de ce surcroît de pressions à la baisse sur le taux de l'inflation tendancielle, les éléments fondamentaux de l'économie indiquent encore plus nettement un mouvement de repli de l'inflation tendancielle. Ainsi, bien que les effets des variations du taux de change et des cours des matières premières risquent de maintenir pendant encore quelques mois l'inflation dans la moitié supérieure de la fourchette visée par la Banque, le taux de l'inflation tendancielle devrait diminuer pour se situer en 1996 dans la partie inférieure de cette fourchette.

À court terme, les perspectives en matière d'inflation sont donc encore compatibles avec les cibles de maîtrise de l'inflation que s'est fixées la Banque. À moyen terme, l'atténuation des pressions inflationnistes impliquerait un abaissement de la trajectoire souhaitée pour les conditions monétaires, à moins que le rythme d'expansion de l'économie ne devienne nettement plus robuste.

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé de Gordon Thiessen, Bernard Bonin, Charles Freedman, Paul Jenkins, Tim Noël et Sheryl Kennedy.

Bibliographie

- Banque du Canada (1991). «Cibles de réduction de l'inflation : Communiqué et documentation à l'appui», *Revue de la Banque du Canada*, mars, p. 3-21.
- _____ (1991). «Les cibles de réduction de l'inflation : autres considérations d'ordre pratique et questions de mesure», *Revue de la Banque du Canada*, septembre, p. 3-23.
- _____ (1993-1994). «Déclaration du gouvernement et de la Banque du Canada au sujet des objectifs de la politique monétaire», *Revue de la Banque du Canada*, hiver, p. 85-86.
- _____ (1995). *Rapport sur la politique monétaire*, mai.
- Clinton, Kevin et Kevin Fetting (1989). «Les opérations de vente à réméré dans la conduite de la politique monétaire», *Revue de la Banque du Canada*, juillet, p. 3-17.
- Freedman, Charles (1994). «The use of indicators and of the monetary conditions index in Canada», *Frameworks for Monetary Stability: Policy Issues and Country Experiences*, publié sous la direction de Tomás J. T. Baliño et Carlo Cottarelli, Fonds monétaire international, Washington. (On peut se procurer des tirés à part de l'étude auprès de la Banque du Canada.)
- Lau, Hung-Hay et Gerald Stuber (1992). «L'évolution récente de la rentabilité des entreprises», *Revue de la Banque du Canada*, septembre, p. 3-15.
- Parker, Ron (1995). «Quelques aspects de la restructuration économique au Canada de 1989 à 1994», *Revue de la Banque du Canada*, été, p. 23-34.
- Thiessen, Gordon G. (1995). «L'incertitude et la transmission de la politique monétaire au Canada», Conférence HERMES-Glendon, *Revue de la Banque du Canada*, été, p. 41-58.

