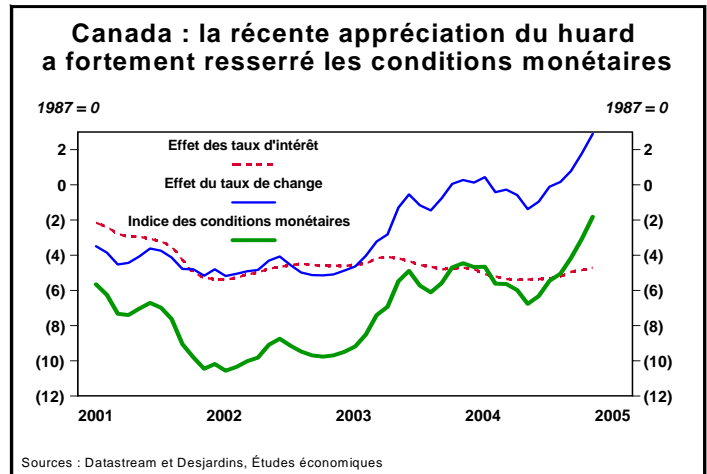


Canada : les conditions monétaires sont moins resserrées qu'il ne paraît à première vue

Un indice modifié permet de faire une meilleure comparaison historique

D'emblée, rappelons que le Canada est une économie relativement ouverte, fonctionnant sous un régime de changes flottants et, par conséquent, les fluctuations de la valeur de la devise canadienne influencent fortement la demande de biens et de services au pays. La Banque du Canada doit donc tenir compte de l'évolution du taux de change du dollar canadien dans la gestion de sa politique monétaire. Dans ce contexte, l'indice des conditions monétaires (ICM) s'avère très utile puisqu'il combine l'effet du niveau des taux d'intérêt de court terme sur la demande intérieure du pays avec l'effet de notre taux de change sur le commerce extérieur canadien.

Or, plusieurs observateurs ont récemment noté le niveau élevé des conditions monétaires au Canada en comparaison des dernières années. Ce resserrement des conditions monétaires est évidemment un peu attribuable aux deux hausses des taux d'intérêt directs survenues depuis septembre dernier mais, surtout, à la forte appréciation du dollar canadien (près de 18 % depuis mai dernier et un peu plus de 32 % depuis le début de 2003). Ainsi, selon le modèle original de la Banque du Canada, l'ICM se situe présentement à -1,82, soit un niveau très élevé d'un point de vue historique. En fait, les conditions monétaires actuelles seraient en quelque sorte les plus restrictives depuis 1995.

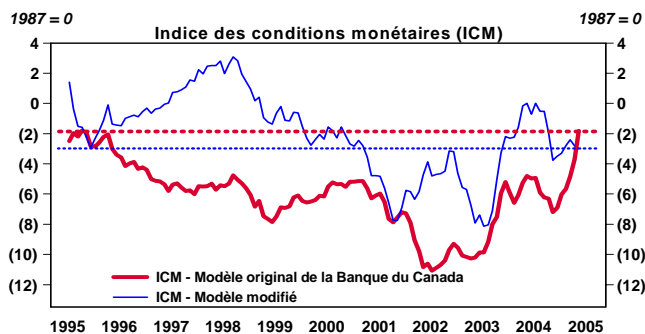


Création d'un nouvel indice

Ce type d'analyse historique peut cependant s'avérer boiteux. De nombreux changements structurels sont survenus au fil du temps et il est donc difficile d'établir des comparaisons historiques de l'ICM dans sa version originale. D'une part, les taux d'intérêt de court terme étaient beaucoup plus élevés il y a un peu plus de dix ans, en raison d'une inflation largement supérieure aux niveaux observés depuis quelques années. Ainsi, le niveau « neutre » des taux d'intérêt de court terme est vraisemblablement beaucoup plus faible aujourd'hui qu'à l'époque. Pour remédier à cette situation, nous proposons un ICM modifié qui utilise plutôt les taux d'intérêt de court terme exprimés en termes réels.

D'autre part, le niveau d'équilibre du dollar canadien évolue dans le temps en fonction de la progression de facteurs fondamentaux (écarts des taux d'intérêt canadiens et américains; prix des matières premières, avec et sans le pétrole; solde budgétaire) qui influencent la valeur de notre devise. Ainsi, on peut croire qu'un huard à 0,85 \$ US aurait été beaucoup plus restrictif en 1997 alors que la valeur d'équilibre de ce dernier se situait à un creux de 0,66 \$ US. Nous proposons donc de modifier aussi la portion du taux de

Canada : les conditions monétaires seraient moins restrictives selon l'indice modifié



François Dupuis

Chef économiste adjoint et stratège

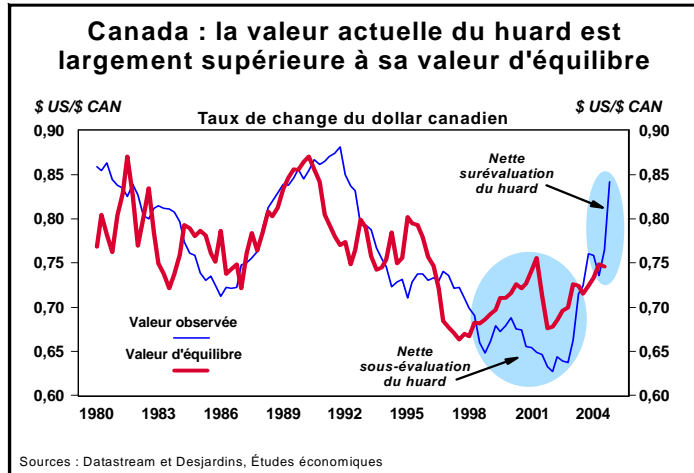
Tél. : 514-281-2336 ou 1 866 866-7000 poste 2336

Benoit P. Durocher

Économiste

Courriel : desjardins.economie@desjardins.com

change de l'ICM et de le remplacer par l'écart entre la valeur observée du dollar canadien et sa valeur théorique d'équilibre à court terme. Il aurait également été souhaitable d'utiliser le taux de change réel du dollar canadien, qui tient compte des différences entre les taux d'inflation nationaux, plutôt que le taux de change nominal. Une nouvelle version de notre ICM modifié nous permettra peut-être d'approfondir cet aspect dans le futur.



Notre ICM modifié diffère de façon significative de la version originale. La grande sous-évaluation de notre devise de 1998 à 2002 a biaisé la progression de l'ICM original. Ce dernier est descendu à des niveaux anormalement bas durant cette

période. L'étude de l'ICM modifié démontre que les conditions monétaires ne seraient actuellement pas aussi serrées que nous le croyions initialement. À -2,8, l'ICM modifié témoigne de conditions monétaires moins restrictives que celles observées au début de 2004 alors que la Banque du Canada venait d'augmenter ses taux d'intérêt directeurs à trois reprises et que le dollar canadien s'était apprécié d'environ 22 % en 2003.

Conséquences pour la Banque du Canada

Il ne faut cependant pas en conclure que la Banque du Canada profitera de cette marge de manœuvre additionnelle pour augmenter rapidement ses taux d'intérêt directeurs. La doctrine de la Banque du Canada, qui veut que les variations de taux de change compensent les mouvements des termes de l'échange (prix des exportations par rapport aux prix des importations), tient difficilement la route à court terme. La hausse du dollar canadien a été beaucoup trop rapide et abrupte dernièrement. Même si la hausse récente des prix des matières premières permet à certains secteurs de compenser les effets négatifs de l'appréciation du dollar canadien dans d'autres secteurs, il semble que l'ajustement demandé aux entreprises, dans l'ensemble, est trop violent à court terme. Au cours des prochaines semaines, la politique monétaire de la Banque du Canada devra être plus nuancée et les prochaines hausses de taux d'intérêt plus discrètes. D'ailleurs, le discours de la semaine dernière de David Dodge est un premier pas dans cette direction, mais il est à se demander si ce nouveau message n'arrive pas trop tard.