

L'évolution récente des agrégats monétaires et son incidence

Joseph Atta-Mensah, département des Études monétaires et financières

- *La monnaie de transaction a progressé à un rythme plus rapide en 1999 parallèlement à l'intensification de l'activité économique et à la stabilisation des taux d'intérêt et de la situation dans le secteur financier, après les turbulences qui ont marqué l'automne de 1998.*
- *Le taux de croissance de M1 a commencé à s'approcher de celui de M1+ et de M1++ en 1999; l'incidence des facteurs particuliers qui ont influencé le taux de croissance de M1 semble donc s'être atténuée.*
- *La croissance des agrégats monétaires au sens étroit s'est vivement accélérée ces derniers mois. Cette expansion robuste est compatible avec un essor vigoureux du PIB réel au cours des trimestres à venir. Des signes d'une montée possible de l'inflation commencent à poindre. À long terme, la progression des agrégats monétaires au sens étroit devra se mettre à décélérer si l'on veut que le taux d'inflation demeure à l'intérieur de la fourchette de 1 à 3 % visée par la Banque.*
- *En 1999, l'agrégat M2++, une mesure très large de la monnaie, s'est accru à peu près au même rythme qu'en 1998. Au sein de cet agrégat, la croissance des fonds communs de placement autres que ceux du marché monétaire s'est ralentie, tandis que celle des actifs tels que les dépôts à terme fixe s'est légèrement accélérée, les investisseurs ayant des doutes sur la poursuite de l'ascension des cours des actions et des obligations. Le comportement récent de la monnaie au sens large cadre avec le maintien du taux d'inflation à l'intérieur de la fourchette cible de la Banque.*

Le présent article décrit l'évolution récente des agrégats monétaires au Canada et en expose les conséquences pour l'économie canadienne. La première partie de l'article porte sur la monnaie au sens étroit, ou monnaie de transaction, et la seconde sur la monnaie au sens large.

La monnaie de transaction

Les innovations financières et la monnaie de transaction

L'agrégat M1, qui se compose de la monnaie hors banques, des comptes de chèques personnels et des comptes courants, sert habituellement à mesurer les encaisses de transaction au Canada; la majeure partie de ces encaisses est détenue par les entreprises plutôt que par les particuliers. Par le passé, il était relativement facile de relier l'évolution de M1 au PIB réel, au niveau général des prix et aux variations des taux d'intérêt à court terme. Ces variables ne permettent toutefois pas d'expliquer l'essor remarquablement rapide de M1 vers le milieu des années 1990. Si la faiblesse des taux à court terme est en partie à l'origine de la vigueur de M1, la croissance de cet agrégat a été considérablement stimulée par les innovations financières et d'autres facteurs particuliers au cours de la décennie 1990¹.

La rapidité des progrès techniques, la vogue croissante des fonds communs de placement et l'élimination des réserves obligatoires ont contribué à modifier le comportement de la monnaie de transaction dans les années 1990². Au cours des dix dernières années, les taux de rendement avantageux obtenus sur les fonds communs de placement ont incité les ménages à y transférer l'épargne déposée jusqu'alors dans des

1. M1 avait aussi subi l'influence d'une série d'innovations financières au cours des années 1980 (Aubry et Nott, 2000).

2. On trouvera un exposé plus complet des facteurs qui ont influé sur la croissance de M1 dans Atta-Mensah et Nott (1999).

comptes à terme fixe ou à préavis. Ce transfert s'est répercuté sur M1 principalement par le jeu des « soldes disponibles », c'est-à-dire les encaisses de transaction détenues chez les courtiers en valeurs mobilières³. L'élimination, dans la première moitié des années 1990, des coefficients différents de réserves obligatoires à l'égard des dépôts à vue et à préavis a amené les banques à offrir des comptes courants assortis de taux d'intérêt progressifs voisins de ceux du marché⁴. Parallèlement, ces dernières ont invité les petites entreprises à détenir une plus forte proportion de leurs liquidités dans des comptes de dépôt à vue, soit en réduisant les frais de transaction sur les comptes non rémunérés des entreprises, soit en offrant à ces dernières des taux concurrentiels sur leurs comptes à vue. Afin de tirer parti des nouvelles modalités en vigueur, les entreprises se sont alors mises à placer dans ces comptes à taux d'intérêt progressifs les fonds détenus jusque-là dans des comptes à terme et à préavis. Si toutes ces innovations financières ont gonflé la croissance de M1, la floraison de petites et moyennes entreprises après la récession de 1990-1991 a peut-être également contribué au phénomène. En effet, ces entreprises détiennent en général des encaisses de transaction relativement importantes parce que leurs flux de trésorerie sont moins prévisibles.

À l'opposé, il se peut que l'amélioration des services financiers fournis par voie électronique et le développement des cartes de débit, des guichets automatiques et des services bancaires par téléphone et par ordinateur personnel au cours des années 1990 aient incité les agents économiques à réduire les encaisses qu'ils détenaient dans les comptes inclus dans M1 en facilitant l'accès aux comptes non compris dans M1 pour le règlement des transactions. Ces progrès techniques ont contribué à accentuer la substituabilité des comptes

à vue et des comptes à préavis, ce qui a probablement freiné le taux de croissance de M1.

Aubry et Nott (2000) estiment que les innovations qui ont marqué les années 1990 ont entraîné une hausse d'environ 25 milliards de dollars (43 %) de M1 entre 1993 et 1998⁵. (L'Encadré 1 décrit la méthode de calcul retenue.)

La prise en compte des répercussions des innovations financières

En raison des innovations financières survenues dans les années 1990, l'agrégat M1 est devenu moins représentatif des encaisses de transaction au Canada. La Banque a réagi à la situation de deux façons : 1) elle a commencé à suivre de près deux autres mesures de la monnaie de transaction; 2) elle a essayé de rendre compte au moyen d'un modèle de l'incidence que les facteurs particuliers ont exercée sur la croissance de M1.

À cause des difficultés que pose l'interprétation de l'information véhiculée par M1, la Banque suit maintenant l'évolution de deux mesures plus larges de la monnaie de transaction qui englobent et les dépôts à préavis et les dépôts à vue, M1+ et M1++⁶. Même si M1+ et M1++ englobent les transferts entre ces deux catégories de dépôts, ces agrégats ne représentent pas parfaitement les encaisses de transaction parce qu'ils comprennent des comptes destinés à l'épargne. Ils n'échappent pas non plus aux effets des déplacements de fonds entre les dépôts d'épargne inclus dans M1+ et M1++ et le large éventail des autres instruments de placement.

Les économistes de la Banque recourent à bien des modèles différents pour étudier les déterminants de l'inflation. L'un d'eux est un modèle vectoriel à correction d'erreurs (MVCE) basé sur M1, qui tire parti de la relation à long terme entre M1, les prix, la production

3. En 1987, les changements apportés à la législation fédérale et provinciale ont permis aux banques à charte de prendre pied dans le secteur des valeurs mobilières. Dès 1988, les six plus grandes banques du Canada avaient ou bien acquis ou bien créé des filiales de courtage en valeurs mobilières. Depuis que la Banque du Canada a consolidé les bilans des banques à charte et de leurs filiales à la fin des années 1980, les « soldes disponibles » des particuliers sont amalgamés aux comptes de chèques personnels. Ces soldes servent à l'achat d'actifs financiers. Les soldes disponibles des entreprises sont regroupés avec les dépôts autres que ceux des particuliers.

4. Les réserves obligatoires ont été éliminées progressivement entre juin 1992 — lorsqu'elles ont été fixées à zéro à la marge — et juin 1994. Elles étaient auparavant de 10 et 3 % respectivement sur les comptes de dépôt à vue et à préavis. Les banques à charte étaient les seules institutions de dépôt tenues de conserver des réserves à l'égard des dépôts.

5. Il ressort de simulations effectuées par Adam et Hendry (2000) que la variation de M1 pourrait être de l'ordre de 25 %.

6. M1+ est la somme de la monnaie hors banques détenue par le public et de tous les dépôts (à vue et à préavis) avec tirage de chèques tenus dans les banques à charte, les caisses populaires, les credit unions et les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire. M1++ comprend, outre M1+, tous les dépôts à préavis sans tirage de chèques tenus dans les banques à charte, les caisses populaires, les credit unions et les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire. À noter que, à la différence de M1, la composante « monnaie hors banques » de M1+ et de M1++ exclut les espèces conservées dans les chambres fortes des caisses populaires, des credit unions et des sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire.

Encadré 1

La mesure des déplacements de fonds ayant touché les agrégats au sens étroit

Les innovations financières ayant modifié la forme sous laquelle les particuliers détiennent leurs liquidités, l'importance des modifications qu'ont subies les composantes des agrégats monétaires au sens étroit reste à déterminer.

Aubry et Nott (2000) proposent une méthode permettant d'estimer la taille des déplacements de fonds dus aux deux vagues d'innovations financières. Ils calculent la variation enregistrée par les encaisses réelles entre le début et la fin de chacune des deux vagues d'innovations puis retranchent de la valeur obtenue la variation estimative liée à l'évolution du PIB réel :

$$\ln((\text{modif})/(\text{ipc}))_i = \ln(M_I/(\text{ipc}))_{\text{fin}} - \ln(M_I/(\text{ipc}))_{\text{début}} - 0,6[\ln(\text{PIB})_{\text{fin}} - \ln(\text{PIB})_{\text{début}}],$$

où *fin* correspond à 1998 et *début* à 1993 dans le cas envisagé ici; le coefficient de 0,6 est l'élasticité à long terme de la production dans l'équation de demande de M1 estimée par Hendry (1995). À l'aide de données annuelles, Aubry et Nott estiment l'importance des modifications subies par les agrégats monétaires au sens étroit et leurs composantes.

Estimation des modifications subies par les composantes des agrégats monétaires au sens étroit (en milliards de dollars)^a

Composante	Importance des modifications 1993-1998 ^b
Monnaie hors banques	3,0 (+11 %)
Comptes de chèques personnels (CCP)	6,4 (+89 %)
CCP moins soldes disponibles	0,0 (0 %)
Comptes courants	17,4 (+80 %)
M1 brut	24,8 (+43 %)
Comptes à préavis avec tirage de chèques des particuliers	-7,8 (-13 %)
Autres comptes à préavis avec tirage de chèques	7,3 (+29 %)
M1+	32,0 (+20 %)
Comptes à préavis sans tirage de chèques des particuliers	-28,0 (-42 %)
Autres comptes à préavis sans tirage de chèques	-1,4 (-29 %)
M1++	-10,0 (-4 %)

a. Le tableau est tiré d'Aubry et Nott (2000).

b. Les estimations des déplacements de fonds ayant touché les divers agrégats diffèrent sensiblement de la somme des déplacements indiqués pour chacune des composantes parce que les premiers sont estimés indépendamment des seconds. À noter également qu'aucun taux d'intérêt n'intervient dans l'équation parce que les taux à court terme se situaient à peu près au même niveau en 1992 et en 1998.

et les taux d'intérêt. Cette relation repose sur la fonction de demande à long terme de M1⁷. Dans ce modèle, l'écart de M1 par rapport à sa demande à long terme, appelé « écart monétaire », s'est révélé un bon indicateur avancé de l'évolution des prix⁸. On a cons-

taté qu'en général, le modèle permettait de très bien prévoir l'inflation⁹.

Cependant, les innovations financières des années 1990 et les autres facteurs qui ont influé sur la croissance de M1 ont aussi rendu instables les paramètres du

7. Armour et coll. (1996), Engert et Hendry (1998) ainsi qu'Adam et Hendry (2000) consacrent des exposés plus détaillés à ce modèle.

8. Le modèle fait également intervenir les taux d'intérêt à court terme aux États-Unis, le taux de change, une mesure de l'écart de production et un terme représentant les innovations financières du début des années 1980. On impose un ensemble de conditions d'équilibre au modèle afin que les variables suivent une évolution plausible à long terme.

9. Le raisonnement est ici le suivant : les déséquilibres monétaires, représentés par l'écart de M1 par rapport à sa demande à long terme, font partie intégrante du processus d'inflation. Dans le MVCE, un « écart monétaire » apparaît donc avant l'inflation, et il persiste à l'échelle de l'économie jusqu'à ce que les prix se modifient pour rétablir l'équilibre entre l'offre et la demande de monnaie. Laidler (1999) traite du lien qui existe entre l'inflation et l'écart des encaisses effectives par rapport au niveau souhaité (l'« écart monétaire »).

modèle. Cette instabilité a amené la Banque à élaborer une mesure de M1 qui ne soit pas touchée par ces facteurs particuliers. Nous l'appelons M1 « corrigé ». Comme l'indique l'Encadré 2, M1 corrigé est une somme pondérée de trois composantes : la monnaie hors banques, les dépôts à vue et à préavis autres que ceux des particuliers tenus dans les banques à charte et les dépôts à préavis des particuliers dans les ban-

ques à charte¹⁰. Le poids attribué aux diverses composantes, qui peut varier à deux moments différents, est fonction inverse de l'influence des facteurs particu-

10. Signalons que les comptes de chèques personnels sont exclus parce que leur croissance récente est due principalement à l'essor des soldes disponibles, que les agents détiennent afin d'acquérir des actifs financiers tels que des parts de fonds communs de placement plutôt que pour acheter des biens et services.

Encadré 2

Élaboration de l'agrégat M1 corrigé

Adam et Hendry (2000) ont cherché à élaborer un agrégat qui corrige l'instabilité introduite quand M1 est utilisé dans un modèle vectoriel à correction d'erreurs (MVCE) servant à prévoir l'inflation. L'agrégat, qu'ils appellent M1 « corrigé », aide à mesurer la taille de la distorsion de M1. L'élaboration de cet agrégat comporte deux étapes.

En premier lieu, le MVCE (estimé sur la période 1956-1993) sert à prévoir la croissance de M1 « sans distorsion » du premier trimestre de 1992 au quatrième trimestre de 1999 à l'aide des valeurs effectives de toutes les autres variables du modèle. M1 sans distorsion est une estimation de la valeur de M1 qui aurait été observée en l'absence de modification du processus générateur de données au cours des années 1990. En second lieu, les auteurs font la régression de M1 sans distorsion sur la monnaie hors banques, les dépôts à vue et à préavis autres que ceux des particuliers et les dépôts à préavis des particuliers. À partir de données allant jusqu'au quatrième trimestre de 1999, Adam et Hendry calculent M1 corrigé au moyen des moyennes pondérées suivantes :

M1 corrigé = 1,66(monnaie h.b.) + 0,23(dép. autres que ceux des particuliers) du premier trimestre de 1992 au troisième trimestre de 1994;

M1 corrigé = 1,01(monnaie h.b.) + 0,21(dép. autres que ceux des particuliers) + 0,20(dép. des particuliers) du quatrième trimestre de 1994 au quatrième trimestre de 1999.

Les dépôts autres que ceux des particuliers représentent la somme des comptes courants et des dépôts à préavis autres que ceux des particuliers et les dépôts des particuliers correspondent à l'ensemble des dépôts à préavis des particuliers¹.

M1 corrigé diffère de M1 à deux égards. Premièrement, M1 corrigé est basé sur les comptes à préavis mais ne varie pas en même temps que les comptes de chèques personnels parce que les comptes tenus chez les courtiers en valeurs mobilières (qui représentent actuellement plus de la moitié des comptes de chèques personnels) sont inclus. Les comptes tenus chez les courtiers semblent être destinés principalement à permettre l'acquisition d'actifs financiers tels que des parts de fonds communs de placement, des actions et des obligations, plutôt que l'achat de biens et services. Deuxièmement, chacune des composantes de M1 est affectée d'une pondération fixe de un, tandis que les pondérations de M1 corrigé diffèrent de un suivant les résultats de l'estimation. M1 corrigé permet aussi de modifier les pondérations en des points déterminés de l'échantillon.

1. L'échantillon a été divisé en deux sous-périodes pour tenir compte du fait que les valeurs estimées des paramètres changent sensiblement après le troisième trimestre de 1994.

liers sur la composante envisagée. Autrement dit, les composantes qui sont relativement peu touchées par les innovations financières ont un coefficient de pondération élevé, tandis que celles qui sont très sensibles aux innovations sont affectées d'un faible coefficient. La croissance de M1 corrigé peut être interprétée comme l'expansion monétaire qui aurait été observée en l'absence des innovations financières des années 1990 et de la modification de la relation historique entre la monnaie, la production, les taux d'intérêt et les prix. Par conséquent, la différence entre les taux de croissance de M1 corrigé et de M1 correspond à l'incidence estimative des facteurs particuliers. En résumé, sous l'effet des innovations financières et d'autres facteurs, M1 a connu au milieu des années 1990 une augmentation bien supérieure à celle qui cadrerait avec la situation fondamentale de l'économie. La relation empirique entre M1, la production, les prix et les taux d'intérêt est par conséquent devenue plus compliquée, et les économistes doivent tenir compte de sa complexité accrue lorsqu'ils analysent le comportement de M1. À cette fin, la Banque a élaboré à partir d'un modèle une mesure corrigée de M1 dans le but d'estimer l'incidence des facteurs particuliers sur le taux de croissance de M1 et elle a mis au point de nouveaux agrégats, M1+ et M1++.

Le comportement récent de la monnaie de transaction

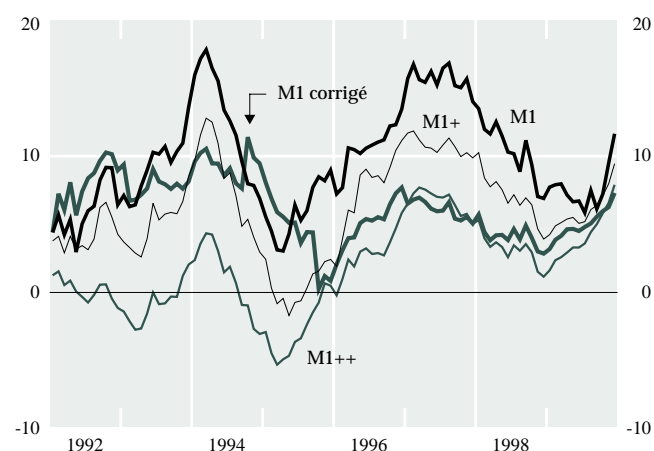
En 1999, les mesures de la monnaie de transaction se sont accrues un peu plus rapidement que l'année précédente. M1 a progressé de plus de 9 % tandis que, pour M1+, M1++ et M1 corrigé, la hausse a été de l'ordre de 7 à 8 % (Tableau 1)¹¹. La croissance de M1 et de M1 corrigé a été gonflée dans une certaine mesure par la forte augmentation que la monnaie hors banques a connue à la fin de 1999 à la suite des précautions prises par le public (y compris les institutions financières autres que les banques) à l'approche du passage à l'an 2000. Le rythme d'expansion de la monnaie hors banques au quatrième trimestre de 1999 a atteint 15 % sur base annuelle — un taux nettement supérieur à celui des années précédentes. Nous estimons que, sans les effets liés au passage à l'an 2000, la monnaie hors banques aurait augmenté à un taux annualisé de 5 % au quatrième trimestre de 1999. Sur l'ensemble de l'année, elle aurait progressé d'environ

7 %, ce qui donne à penser que les taux de croissance de M1+ et de M1++ ont augmenté de moins de 1 % du fait des précautions prises en prévision du passage à l'an 2000. Pour ce qui est de M1+ et de M1++, leurs taux de croissance ne se sont sans doute guère ressentis de l'accumulation de liquidités liée à l'arrivée de l'an 2000, car la majeure partie de celles-ci semble avoir été prélevée sur les comptes à préavis, qu'englobent ces deux agrégats¹².

L'accélération de la croissance des agrégats monétaires au sens étroit en 1999 est en grande partie attribuable à la vigueur de l'expansion économique ainsi qu'à la stabilisation des taux d'intérêt et des conditions d'accès au crédit, après les turbulences observées à l'automne de 1998. De plus, la convergence des taux d'augmentation de ces agrégats incite à croire que les facteurs particuliers (abstraction faite des effets liés au passage à l'an 2000) qui ont influencé la progression de M1 par le passé ont perdu de leur force (Graphique 1). À en juger par la différence entre les taux d'accroissement de M1 corrigé et de M1, l'effet des facteurs spéciaux qui ont stimulé la croissance de M1 a été d'environ 2 points de pourcentage en 1999, contre 5 points en 1998. Nous estimons qu'en l'absence de ces facteurs, M1 aurait augmenté d'environ 7 % — soit d'un taux quelque peu supérieur à

Graphique 1

Taux de croissance sur douze mois de la monnaie au sens étroit



11. Les taux de croissance indiqués pour les années correspondent à la variation survenue entre le quatrième trimestre de l'année considérée et le quatrième trimestre de l'année précédente.

12. Rappelons que les espèces conservées dans les chambres fortes des institutions parabancaires sont exclues de la composante « monnaie hors banques » de M1+ et de M1++.

Tableau 1

Taux de variation de quelques agrégats monétaires et de leurs composantes

	Encours en décembre 1999 ¹ (En millions de dollars)	Taux de variation annuel ²									
		1986-1990	1991-1995	1994	1995	1996	1997	1998	1999	1 ^{er} sem. 1999	2 ^e sem. 1999
Monnaie hors banques	34 281	6,7	6,5	7,1	2,8	4,2	5,5	6,8	9,0	6,9	11,2
Comptes de chèques personnels	16 337	10,8	11,6	10,5	11,7	22,4	16,7	16,1	16,1	15,2	17,0
Comptes courants	43 590	2,4	9,1	8,3	12,9	19,6	25,2	8,1	8,3	7,2	9,5
M1 brut	93 412	4,8	8,1	7,6	8,6	12,7	14,9	7,8	9,4	8,7	10,2
M1 net	95 156	5,0	8,0	7,8	5,7	16,5	12,2	9,1	5,2	-1,9	12,8
Dépôts à préavis transférables par chèque autres que ceux des particuliers	37 419	17,7	6,6	9,1	1,9	9,2	6,3	7,5	16,1	4,4	29,0
Dépôts à préavis non transférables par chèque autres que ceux des particuliers	3 125	10,4	-3,2	-5,2	-15,9	2,7	2,2	-7,8	-8,3	-4,3	-12,1
Dépôts à préavis transférables par chèque des particuliers	55 571	7,2	-2,1	-2,9	-5,1	6,2	5,0	-0,9	3,2	3,8	2,5
Dépôts à préavis non transférables par chèque des particuliers	36 668	13,2	-8,2	-13,6	-5,3	-1,9	-7,8	-10,3	0,0	3,1	-3,0
Dépôts à terme fixe des particuliers	203 851	12,6	17,5	13,4	11,2	-1,7	-2,7	0,3	3,3	4,9	1,8
Ensemble des dépôts d'épargne des particuliers	296 837	11,0	8,1	5,6	6,0	-0,1	-1,1	-1,4	2,9	2,5	3,4
M2	470 682	11,7	3,5	2,7	4,0	2,3	-1,4	1,2	4,1	2,5	5,7
Dépôts aux institutions parabancaires ³	161 659	12,6	-3,3	-4,5	1,5	0,8	-9,3	2,8	6,5	4,0	9,1
Fonds communs de placement du marché monétaire ⁴	45 911	56,5	30,6	-1,2	19,3	55,7	12,6	6,0	12,8	29,8	27,4
Rentes	39 049	14,8	5,8	-1,5	1,6	-2,6	-7,3	-8,4	-5,6	-3,3	-7,8
M2+ ⁴	675 365	11,3	4,4	2,2	4,3	3,7	-1,2	1,1	5,4	4,5	6,3
OEC	27 329	-5,4	-2,4	-3,9	-2,3	6,5	-2,2	-8,0	-4,0	1,2	-6,7
Fonds communs de placement (autres que ceux du marché monétaire) aux institutions de dépôt ⁴	96 886	59,7	42,8	42,1	-8,1	13,0	44,5	26,3	6,0	5,0	7,0
M2+ corrigé ⁴	799 580	9,8	5,1	3,9	3,1	4,4	2,0	3,2	5,1	4,3	5,9
Autres fonds communs de placement (sauf ceux du marché monétaire) ⁴	241 547	57,9	30,6	40,3	13,9	30,8	40,6	27,4	14,4	12,0	16,8
M2++ ⁴	1 041 122	10,6	6,8	6,8	4,3	7,4	7,4	7,6	7,1	6,0	8,3
Dépôts à terme fixe autres que ceux des particuliers	109 572	4,6	8,0	13,7	1,9	21,3	35,8	1,4	6,4	-1,3	14,7
Dépôts en monnaies étrangères des résidents ⁵	55 034	7,6	24,9	33,4	23,6	17,7	16,0	24,7	4,5	-2,9	12,4
M3 ⁵	629 015	10,8	4,8	5,0	4,8	5,2	4,7	3,2	4,5	2,5	6,5
Pour mémoire :											
M1	70 974	4,8	6,5	10,1	0,7	7,1	5,2	3,2	7,5	7,0	7,9
M1+ ⁶	214 574	7,4	4,8	4,1	2,1	10,2	10,0	5,0	8,2	6,7	9,6
M1++ ⁷	268 243	9,0	0,2	-2,2	0,1	4,7	5,5	1,9	6,8	5,6	7,9
Taux d'intérêt du papier commercial à 90 jours (niveau)	5,14	10,48	6,68	5,53	7,14	4,46	3,56	5,07	4,92	4,88	4,96

1. Chiffres désaisonnalisés, sauf pour les dépôts à terme fixe autres que ceux des particuliers et les dépôts en monnaies étrangères. Habituellement, les agrégats monétaires ne correspondent pas à la somme de leurs composantes respectives parce que celles-ci sont désaisonnalisées séparément et que des corrections sont faites en vue d'assurer la continuité des données. Les définitions et les sources sont fournies dans la livraison de janvier 2000 des *Notes relatives aux Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada*.

2. Les taux de croissance sont calculés comme suit : les chiffres du quatrième trimestre de 1990 sont comparés à ceux du quatrième trimestre de 1985 pour la période 1986-1990; ceux du quatrième trimestre de 1995 sont comparés à ceux du quatrième trimestre de 1990 pour la période 1991-1995; les taux de croissance indiqués pour les années 1994 à 1999 correspondent à la variation survenue entre le quatrième trimestre de l'année indiquée et le quatrième trimestre de l'année précédente. Les taux de croissance indiqués pour les semestres sont obtenus en comparant le chiffre du deuxième ou du quatrième trimestre au chiffre observé deux trimestres auparavant.

3. Comprend les dépôts aux sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire, aux caisses populaires, aux credit unions, aux succursales du Trésor de la province de l'Alberta et à la Caisse d'épargne de l'Ontario.

4. Les données relatives aux fonds communs de placement proviennent de séries fournies par Globe Information Services.

5. Corrigés des variations du taux de change

6. M1+ est la somme de la monnaie hors banques et de tous les dépôts (à vue et à préavis) transférables par chèque tenus dans les banques, les caisses populaires, les credit unions et les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire.

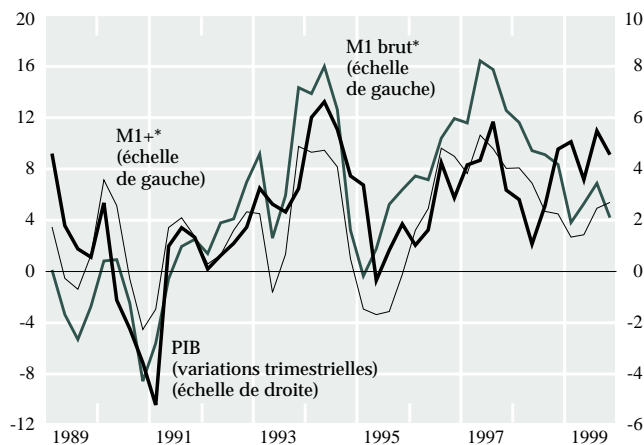
7. M1++ est la somme de M1+ et de tous les dépôts à préavis non transférables par chèque tenus dans les banques, les caisses populaires, les credit unions et les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire.

celui de 3 à 4 % jugé compatible, à long terme, avec la fourchette cible de maîtrise de l'inflation.

En dépit de l'instabilité due aux innovations financières, les agrégats de transaction continuent de fournir une information utile à la Banque. La monnaie de transaction, en particulier, nous renseigne sur l'évolution à court terme du PIB réel (Graphique 2), tandis que M1 corrigé aide à prévoir l'inflation à plus long terme (Graphique 3). Si l'on fait abstraction des effets du passage à l'an 2000 sur le taux de croissance de la monnaie hors banques, on constate que toutes les mesures de la monnaie de transaction se sont accrues rapidement au cours des derniers mois, ce qui laisse présager un essor marqué de la dépense globale dans les trimestres à venir. Des modèles indicateurs simples, fondés uniquement sur le taux de croissance de la monnaie de transaction, font entrevoir une augmentation de la production d'environ 4 à 5 % durant le premier semestre de 2000¹³.

Graphique 2

Croissance du PIB réel et de M1 brut et M1+ réels



* Moyenne mobile sur deux trimestres du taux de croissance de M1 brut et de M1+ (corrigés des variations de l'indice des prix à la consommation hors alimentation, énergie et effet des impôts indirects); chiffres du trimestre précédant le trimestre considéré.

13. Les modèles indicateurs sont de la forme

$$ckPIBR_t = \beta_0 + \beta_1 ckMR_{t-k} + \beta_2 ckMR_{t-k-1} + \varepsilon_t$$

où $ckMR$ est la croissance sur k trimestres de M1 réel, M1+ réel ou M1++ réel. Le modèle basé sur M1 réel comprend aussi une variable muette représentant les facteurs particuliers qui ont influé sur la relation entre l'expansion de M1 et l'activité économique durant les années 1990; la valeur de cette variable est fixée à zéro avant le premier trimestre de 1990 et à un ensuite. La Banque effectue des prévisions pour $k = 2, 3$ et 4.

Graphique 3

Taux d'augmentation effectif et prévu de l'IPC sur douze mois*



* Préviation tirée du modèle vectoriel à correction d'erreurs utilisé par la Banque du Canada

Comme on observe en ce moment quelques signes d'une montée des tensions inflationnistes, une progression continue de M1 au rythme actuel n'est pas compatible avec le maintien du taux d'inflation dans la fourchette cible de 1 à 3 % visée par la Banque. Selon le modèle vectoriel à correction d'erreurs que celle-ci utilise, lequel est basé sur M1, le stock actuel de monnaie avoisine sa demande estimative à long terme. Cela revient à dire que l'expansion de M1 doit ralentir pour que l'inflation demeure à l'intérieur de la fourchette cible de la Banque.

La monnaie au sens large

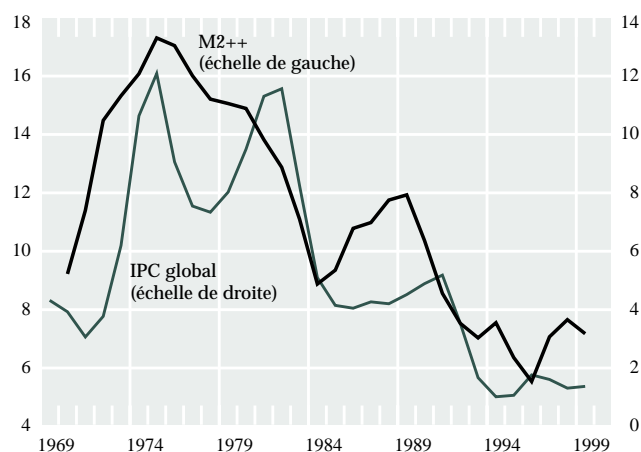
Les agrégats monétaires au sens large servent à saisir la fonction de « réserve de valeur » qu'assure la monnaie. Étant donné que l'épargne des ménages représente une consommation différée, la monnaie au sens large devrait renseigner sur l'évolution future de la dépense et, par conséquent, de l'inflation.

La mesure de la monnaie au sens large que la Banque privilégie est M2++. Cet agrégat correspond à M2+ augmenté des obligations d'épargne du Canada et des achats nets cumulatifs de fonds communs de placement autres que ceux du marché monétaire (hors gains ou pertes en capital) offerts par des institutions de dépôt ou des entités indépendantes. Avant l'élaboration de M2++, la Banque se servait de M2 et de M2+

pour mesurer la monnaie au sens large¹⁴. Ces deux derniers agrégats sont toutefois devenus des indicateurs moins fiables de l'inflation à venir depuis que l'engouement des ménages pour les fonds communs de placement à titre d'instruments d'épargne à long terme a faussé la relation entre ces agrégats et la dépense nominale. M2++, qui n'est pas touché par les transferts entre les dépôts d'épargne (à préavis et à terme fixe) et les fonds communs de placement, saisit mieux l'information relative aux plans de dépense à long terme des ménages. La fonction de demande de cet agrégat s'est révélée stable. De plus, M2++ s'avère un bon indicateur avancé de l'inflation à l'horizon d'un ou de deux ans (Graphique 4)¹⁵.

En 1999, M2++ s'est accru d'environ 7 %, soit un peu moins rapidement qu'en 1998. La croissance des fonds communs de placement autres que ceux du marché monétaire s'est également ralentie en 1999 par rapport

Graphique 4
Taux de croissance de M2++ et inflation sur deux ans



14. M2 se compose de M1 net, plus les dépôts d'épargne des particuliers et les dépôts à préavis autres que ceux des particuliers tenus dans les banques à charte; M2+ correspond à M2 augmenté des dépôts dans les institutions parabancaires, des rentes offertes par les sociétés d'assurance vie et des fonds communs de placement du marché monétaire.

15. McPhail (2000) analyse en profondeur les propriétés empiriques de M2++.

Tableau 2

Taux de rendement moyen affiché par les fonds communs de placement

	Catégorie				Pour mémoire : Taux des CPG à un an
	Fonds du marché monétaire	Fonds d'obligations	Fonds hypothécaires	Fonds d'actions canadiennes	
1990	12,21	5,52	10,41	-13,38	10,89
1991	9,50	18,84	14,22	13,23	7,01
1992	6,13	9,98	9,16	2,45	5,72
1993	4,77	13,70	10,02	34,48	3,95
1994	4,17	-4,37	1,47	-1,85	6,09
1995	6,18	16,56	10,57	10,27	5,15
1996	4,26	11,68	8,62	27,26	2,57
1997	2,41	7,26	4,22	15,89	3,08
1998	3,83	5,77	4,62	-5,83	3,55
1999	3,97	-1,57	1,77	16,92	4,21
Trimestre					
1999T1	4,00	4,62	4,33	-6,64	3,60
1999T2	4,09	3,06	3,78	-5,69	3,52
1999T3	4,07	1,75	3,50	15,74	4,02
1999T4	3,97	-1,57	1,77	16,92	4,21

Nota : Les taux de rendement indiqués en regard des années sont calculés d'un quatrième trimestre à l'autre. Le taux de rendement des certificats de placement garantis (CPG) est la moyenne des mercredis. Les taux de rendement des fonds communs de placement fournis pour les trimestres concernent la période de quatre trimestres se terminant au trimestre indiqué.

à l'année précédente, le montant net confié par les ménages à ces fonds étant passé de 61 milliards de dollars en 1998 à environ 33 milliards l'an dernier. Il semble donc que certains investisseurs aient décidé de revenir à des placements plus sûrs, comme les fonds du marché monétaire et les dépôts à terme fixe, en raison des piètres rendements de certains fonds communs de placement en 1999, en particulier les fonds obligataires (voir le Tableau 2), et des incertitudes pesant globalement sur l'évolution des cours en bourse. L'accélération de la croissance de ces placements plus sûrs (Tableau 1) en témoigne bien.

Par le passé, la monnaie au sens large a toujours fourni une information utile sur l'évolution actuelle et future de l'inflation. C'est en partant de cette observation que nous concluons que la croissance de M2++ en 1999 s'accorde avec un taux d'inflation voisin du milieu de la fourchette cible au cours des deux ou trois prochaines années.

Ouvrages et articles cités

- Adam, C. et S. Hendry (2000). « Quelques extensions et applications du MVCE-M1 ». In : *La monnaie, la politique monétaire et les mécanismes de transmission*, actes d'un colloque tenu à la Banque du Canada les 3 et 4 novembre 1999 (à paraître).
- Armour, J., J. Atta-Mensah, W. Engert et S. Hendry (1996). « A Distant Early Warning Model of Inflation Based on M1 Disequilibria », document de travail n° 96-05, Banque du Canada.
- Atta-Mensah, J. et L. Nott (1999). « L'évolution récente des agrégats monétaires et son incidence », *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 5-19.
- Aubry, J.-P. et L. Nott (2000). « La mesure de la monnaie de transaction dans un monde caractérisé par l'innovation financière ». In : *La monnaie, la politique monétaire et les mécanismes de transmission*, actes d'un colloque tenu à la Banque du Canada les 3 et 4 novembre 1999 (à paraître).
- Banque du Canada (1986). « Quelques aspects de l'évolution récente des agrégats monétaires », *Revue de la Banque du Canada*, janvier, p. 3-21.
- Engert, W. et S. Hendry (1998). « Forecasting Inflation with the M1-VECM: Part Two », document de travail n° 98-6, Banque du Canada.
- Hendry, S. (1995). « Long-Run Demand for M1 », document de travail n° 95-11, Banque du Canada.
- Laidler, D. (1999). « La monnaie comme variable passive ou active et la politique monétaire », *Revue de la Banque du Canada*, été, p. 17-29.
- McPhail, K. (2000). « La monnaie au sens large : un guide pour les autorités monétaires ». In : *La monnaie, la politique monétaire et les mécanismes de transmission*, actes d'un colloque tenu à la Banque du Canada les 3 et 4 novembre 1999 (à paraître).

