

BANQUE DU CANADA

Rapport sur la politique monétaire

- mai 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	5
L'inflation et la fourchette cible	6
Les facteurs qui influencent l'inflation	7
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	19
Les mesures des attentes relatives à l'inflation	20
Les autres indicateurs	20
6. Conclusions	22
Références	22
Annexe : Les avantages de la stabilité des prix	23

1. Introduction

Le présent document constitue le premier d'une série de rapports semestriels sur la politique monétaire canadienne que publiera la Banque du Canada.

Le contenu de ce rapport reflète le cadre de mise en œuvre de la politique monétaire que définissent les trois éléments suivants : i) un objectif clair; ii) une perspective à moyen terme (les mesures de politique monétaire ne faisant sentir pleinement leurs effets sur l'économie qu'avec un long décalage); iii) la reconnaissance du fait que la politique monétaire exerce son action par le jeu des taux d'intérêt et du taux de change.

La politique monétaire menée au Canada a pour objectif ultime de favoriser la bonne tenue générale de l'économie. Et c'est en maintenant la confiance dans la valeur de la monnaie par l'entremise de la stabilité des prix qu'elle peut contribuer à la réalisation de cet objectif. La stabilité des prix est donc un moyen de parvenir à une fin et non une fin en soi. Les avantages de la stabilité des prix – ou les torts que l'inflation cause aux Canadiens – sont examinés de façon plus détaillée dans une annexe au présent rapport.

La Banque s'est engagée, en 1991, à atteindre des cibles explicites de maîtrise de l'inflation qui constituent des jalons sur la voie de la stabilité des prix, et cet engagement commence à porter ses fruits.

La baisse du taux tendanciel d'inflation à des niveaux se situant entre 1 1/2 et 2 % au cours des trois dernières années a joué un rôle clé dans l'amélioration de la tenue de l'économie canadienne. La politique monétaire doit maintenant s'atteler à favoriser une expansion durable en faisant en sorte que le niveau de l'activité n'excède pas la capacité de l'économie de produire des biens et des services.

Cela signifie que la Banque doit veiller, au fur et à mesure que sont absorbées les dernières capacités inutilisées, à ce que les conditions monétaires (c'est-à-dire l'effet conjugué des taux d'intérêt et du taux de change sur la demande globale) soient suffisamment restrictives pour prévenir la résurgence de pressions inflationnistes. Si on laissait la dépense croître au-delà de la capacité de production de l'économie, les pressions inflationnistes s'accumuleraient et les chances que l'expansion économique soit durable et soutenue seraient grandement réduites.

Le rapport sur la politique monétaire sera publié tous les six mois, soit en mai et en novembre.

La politique monétaire a pour objectif de favoriser la bonne tenue de l'économie au moyen de la stabilité des prix.

Les données que renferme le présent rapport s'arrêtent au 21 avril 1995.

2. Les cibles de maîtrise de l'inflation

La Banque s'est engagée à réaliser des cibles précises de maîtrise de l'inflation.

La fourchette cible de maîtrise de l'inflation pour la fin de 1995 est de 1 à 3 %.

Les cibles aident à mieux comprendre les mesures que prend la Banque et permettent à celle-ci de mieux en rendre compte.

Les cibles sont établies en fonction du taux d'accroissement de l'IPC...

... mais la Banque utilise aussi un indice de référence de l'inflation tendancielle.

En février 1991, le gouvernement et la Banque du Canada ont établi une trajectoire pour la réduction du taux d'inflation. Le but visé était de ramener progressivement l'inflation (mesurée par l'indice des prix à la consommation, ou l'IPC) au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. En décembre 1993, ils ont convenu de conserver cette fourchette cible jusqu'à la fin de 1998, s'engageant ainsi à maintenir le taux d'inflation dans la fourchette de 1 à 3 %, avec 2 % comme point médian. Ils ont également convenu d'arrêter d'ici 1998 une fourchette cible pour l'évolution de l'IPC qui serait compatible avec la stabilité des prix.

Les cibles de maîtrise de l'inflation fournissent des renseignements sur les objectifs précis que les mesures de politique monétaire de la Banque du Canada viseront à moyen terme. Ces renseignements devraient aider le public et les marchés financiers à mieux comprendre les mesures que prend la Banque. Par ailleurs, les cibles constituent un bon critère d'évaluation de la façon dont cette dernière s'acquitte de ses fonctions et lui permettent ainsi de mieux rendre compte de ses activités.

Les cibles de maîtrise de l'inflation sont établies en fonction de l'indice des prix à la consommation. Principal outil de mesure de la variation des prix des biens et services achetés par les consommateurs, l'IPC est, pour la plupart des Canadiens, l'indicateur le plus pertinent de l'inflation. L'IPC comporte également un certain nombre d'avantages pratiques : il est établi tous les mois et publié rapidement, il est de bonne qualité et il n'est à peu près jamais soumis à des révisions.

Bien que les cibles soient exprimées en fonction de l'IPC global, la Banque du Canada utilise un indice de référence de l'inflation tendancielle, qui exclut les aliments, l'énergie et l'incidence des modifications des impôts indirects. Elle fait appel à un tel indice parce qu'une bonne partie des variations de l'IPC global est attribuable à des mouvements temporaires des prix des aliments et de l'énergie, de même qu'aux modifications des impôts indirects. Sur de longues périodes toutefois, les deux indices tendent à afficher des profils d'évolution similaires. Par conséquent, lorsque l'indice de référence suit la trajectoire cible établie en matière d'inflation, il devrait, dans la plupart des cas, en être sensiblement de même de l'IPC global. Si les deux indices devaient conserver des profils d'évolution divergents, la Banque corrigerait la trajectoire visée pour l'indice de référence de façon à ramener l'IPC global à l'intérieur de la fourchette cible.

Les effets de la politique monétaire se font sentir lentement, sur un horizon d'un à deux ans. C'est pourquoi la Banque du Canada doit adopter une perspective à moyen terme lorsqu'elle cherche à atteindre ses cibles de maîtrise de l'inflation.

3. L'évolution récente de l'inflation

Si la décision d'axer la politique monétaire sur la stabilité des prix est fondamentale, et revêt donc un caractère plutôt permanent, le choix des mesures à prendre, quant à lui, doit être régulièrement réexaminé. Ce choix s'appuie sur une évaluation des facteurs de nature économique qui influencent l'inflation, en particulier la vigueur de la demande globale par rapport à l'offre globale. Il convient, avant d'aborder ces facteurs, de souligner deux points.

Le choix des mesures à prendre pour atteindre les cibles doit être régulièrement réexaminé.

En premier lieu, il est important, lorsqu'on analyse des mesures globales de l'inflation, d'établir une distinction entre les variations du niveau général des prix et celles des prix relatifs. Il y a inflation lorsque persiste dans le temps le mouvement de hausse généralisée des prix des biens et services. La stabilité des prix est la situation inverse : elle désigne l'absence d'augmentation persistante du prix moyen des biens et services¹.

Ainsi, tant l'inflation que la stabilité des prix sont exprimées en fonction de l'évolution du niveau général, ou moyen, des prix. Cela ne revient pas à dire que les prix des articles, considérés individuellement, ne varient pas. Dans les deux cas – celui d'une inflation généralisée et celui de la stabilité des prix –, certains prix augmentent par rapport à d'autres, tandis que certains baissent. Ce sont de tels mouvements des prix les uns par rapport aux autres qui signalent le besoin d'affecter plus ou moins de ressources à un secteur de production².

En second lieu, compte tenu des nombreux facteurs et des décalages qui entrent dans le processus d'inflation, il est important d'analyser plus d'un indicateur de l'évolution des prix. En plus de l'IPC, les mesures globales des prix à la production méritent d'être prises en considération. Les prix que paient les consommateurs canadiens peuvent différer de ceux qu'obtiennent les producteurs canadiens parce que les biens produits au Canada ne sont pas tous consommés au pays et que de nombreux produits consommés ici sont fabriqués à l'étranger. Les fluctuations du taux de change et les variations des impôts indirects peuvent aussi influencer différemment sur les mesures globales de l'évolution des prix à la consommation et à la production.

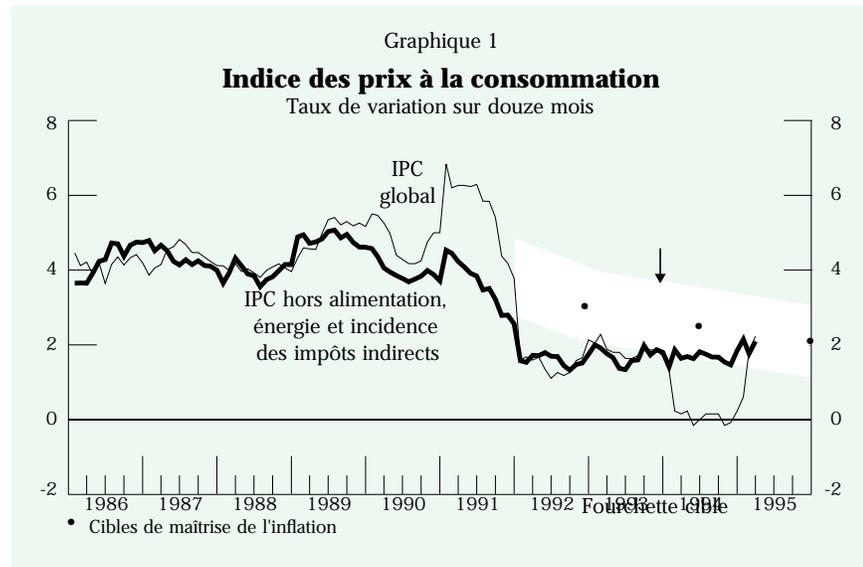
1. On fait ici abstraction de la question des biais de mesure que peut comporter un indice d'inflation. L'IPC, par exemple, peut être entaché de biais causés par la composition fixe du panier de biens pris en compte, par l'exclusion des nouveaux produits de ce panier, par les changements de qualité des produits et par les déplacements des parts de marché entre des détaillants ayant des stratégies de prix différentes. Toutefois, le biais total dans l'IPC, selon des recherches faites à la Banque, est estimé à moins de 0,5 % par an. Voir Allan Crawford, «Note technique : Les biais de la mesure de l'IPC canadien», *Revue de la Banque du Canada*, été 1993.

2. Un des avantages de la stabilité des prix exposés en annexe est que les mouvements des prix relatifs deviennent plus faciles à discerner comme tels, puisqu'on ne peut les confondre avec des hausses générales de prix.

L'inflation et la fourchette cible

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

Mesurée en fonction du taux d'accroissement sur douze mois de l'indice de référence, l'inflation s'est maintenue dans la partie inférieure de la fourchette cible depuis le début de 1993. En mars 1995, le taux de l'inflation tendancielle était de 2,1 %. Les limites de la fourchette cible, qui étaient de 1 1/2 et de 3 1/2 % au milieu de l'année 1994, baissent graduellement et s'établiront à 1 et 3 % à la fin de 1995 (Graphique 1).



Si le taux de l'inflation tendancielle est resté relativement stable au cours de la dernière année, le taux de croissance de l'IPC global par contre a grimpé subitement à 1,8 % en février 1995, après avoir été presque nul au cours des douze mois précédents. L'écart observé en 1994 entre l'évolution des deux mesures est attribuable aux réductions, vers le début de 1994, des taxes fédérale et provinciales sur le tabac, qui ont provoqué un recul de l'IPC global estimé à 1,3 %. Les effets de ces réductions sur le taux d'inflation ont cessé de se faire sentir en février 1995. En outre, on estime que la légère hausse de ces taxes, qui s'est produite juste avant le dépôt du budget fédéral en février, et le relèvement des taxes sur l'essence annoncé dans ce budget ont fait augmenter l'IPC de presque 0,2 %.

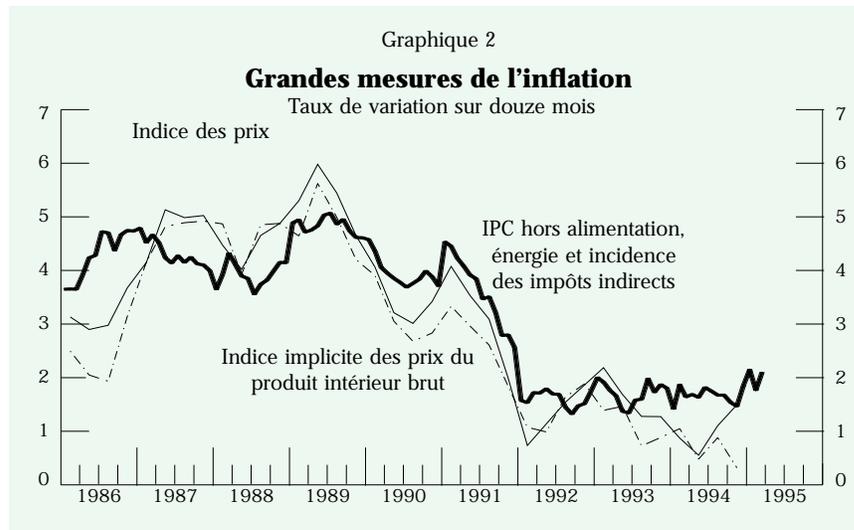
Outre l'IPC, la Banque prend en considération d'autres indicateurs de l'inflation.

Comme ces modifications d'impôts indirects n'ont qu'une incidence ponctuelle sur le niveau des prix, la Banque en a fait abstraction dans ses mesures de politique monétaire. Si elle avait constaté que ces modifications avaient influencé le profil de l'inflation tendancielle, elle aurait jugé nécessaire d'intervenir.

Pour le reste de l'année 1995, le glissement annuel de l'IPC global sera probablement légèrement supérieur à celui de l'indice de référence, à cause de l'augmentation des prix des aliments et de l'énergie. En mars, le taux d'augmentation sur douze mois de l'IPC global a été de 2,2 %, compa-

rativement à 2,1 % pour le taux de l'inflation tendancielle, comme il a déjà été mentionné.

L'IPC est l'indicateur le plus important de l'inflation, mais d'autres grandes mesures révèlent aussi que l'inflation est restée faible. Le taux d'augmentation de l'indice des prix du produit intérieur brut (PIB) a été de 0,3 % en moyenne en 1994. L'indice des prix du PIB à pondération fixe, qui est également un bon indicateur de l'inflation tendancielle, a augmenté de 1,5 % au cours de la dernière année (Graphique 2).



Les facteurs qui influencent l'inflation

Les principaux facteurs qui ont agi sur l'évolution de l'inflation au cours de la dernière année ont été les capacités excédentaires de production et les ressources inutilisées sur le marché du travail. Par ailleurs, les attentes relatives à l'inflation se sont atténuées en raison des progrès importants accomplis dans la voie de la stabilité des prix. Parallèlement, certains mouvements de prix ont eu une incidence appréciable sur les mesures globales des prix à la consommation et à la production. Les pressions à la hausse sur les indicateurs globaux d'inflation sont venues de deux sources principales, soit l'augmentation des prix des produits de base et la dépréciation antérieure du dollar canadien. Pour sa part, le recul de certains prix, tout particulièrement ceux des ordinateurs et ceux de certains biens soumis à une concurrence accrue dans le commerce de détail, a eu une incidence à la baisse sur ces indicateurs de l'inflation.

Les attentes relatives à l'inflation se sont atténuées au fur et à mesure que des progrès étaient accomplis dans la voie de la stabilité des prix.

i) La demande et l'offre globales

Avec un taux d'expansion de 5,6 %, l'économie canadienne s'est révélée nettement plus vigoureuse en 1994 que ce qu'on avait prévu en début d'année. Les exportations, en particulier celles de produits manufacturés, ont été le moteur de cette expansion, laquelle s'est généralisée par rapport à l'année précédente, car l'utilisation accrue des capacités de pro-

Les exportations ont été le moteur de l'expansion en 1994...

... une expansion qui a été plus vigoureuse que prévu.

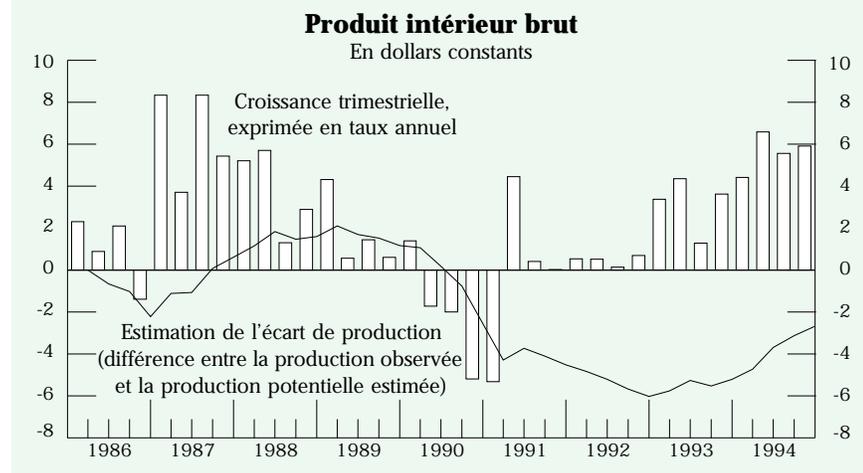
L'économie canadienne affiche encore des capacités excédentaires, ce qui exerce des pressions à la baisse sur l'inflation.

duction a entraîné une hausse des investissements et une nette poussée de l'emploi. De même, grâce au renchérissement des produits de base, l'activité dans le secteur des ressources naturelles a retrouvé les niveaux auxquels elle se situait avant la récession. L'augmentation du nombre d'emplois à plein temps qui en a découlé a donné lieu à une forte relance de la consommation au second semestre de l'année, mais les effets de la montée des taux d'intérêt se sont reflétés durant les derniers mois dans le recul des ventes de maisons et de véhicules automobiles.

Les consommateurs effectuant moins de gros achats, l'activité économique semble s'être ralentie au début de 1995 par rapport au second semestre de 1994. Toutefois, les indicateurs des exportations, des importations, des investissements ainsi que des expéditions et des commandes dans le secteur manufacturier témoignent de la poursuite d'une croissance robuste. Selon les chiffres dont nous disposons et compte tenu de l'incidence de la grève qui a paralysé le transport ferroviaire, la production globale aurait progressé de 3 % environ au premier trimestre de cette année.

Malgré la reprise de l'an dernier, l'économie canadienne affichait encore des capacités excédentaires à l'aube de 1995; d'après les estimations de la Banque, celles-ci représentaient un écart de production d'environ 2 1/2 % au quatrième trimestre de 1994, en baisse par rapport au niveau de 5 % observé un an plus tôt (voir la Note technique 1 et le Graphique 3).

Graphique 3



Note technique 1

L'estimation de la production potentielle

Le niveau de la production potentielle n'est pas observable. Pour l'estimer, il existe deux méthodes traditionnelles : i) la première consiste à choisir une période de base durant laquelle l'économie est présumée avoir tourné à plein régime et à postuler que la production potentielle s'est accrue à un rythme constant depuis; ii) dans la seconde, le taux de chômage non accélérationniste (TCNA) est supposé constant, et l'écart correspondant sur le marché du travail est converti en une mesure de la production. Les mesures ainsi obtenues offrent des repères utiles, mais un examen de l'évolution passée de l'économie canadienne porte à croire qu'elles entraînent généralement des erreurs cumulatives dans la prévision de l'inflation.

Le personnel de la Banque du Canada s'y prend autrement pour mesurer la production potentielle : il estime la tendance de la productivité moyenne du travail et celle de l'offre de travail puis les combine afin d'obtenir une mesure tendancielle de la production potentielle. En premier lieu, il applique aux données une technique servant à mesurer les tendances, le filtre de Hodrick-Prescott. Puis il corrige les estimations des tendances obtenues afin de refléter certaines relations observées sur le marché du travail. Par exemple, comme une accélération de l'inflation s'accompagne habituellement d'une demande excédentaire sur ce marché, les chiffres de l'emploi sont pondérés de façon à accroître la probabilité que l'offre tendancielle de travail se situe au-dessous de l'emploi observé lorsque l'inflation s'accélère et au-dessus de ce dernier lorsqu'elle recule. D'autres éléments structurels sont également pris en compte, notamment une équation de chômage qui estime le TCNA à partir de variables structurelles, une relation de long terme entre le salaire réel et le niveau de la productivité et la loi d'Okun liant le chômage à la production.

Les estimations de la production potentielle ainsi obtenues sont influencées à la marge par les cycles de la production observée. En fait, la méthode utilisée attribue une partie des fluctuations de l'économie à des facteurs d'offre et une partie à des facteurs de demande, à la différence des méthodes traditionnelles. Aussi les estimations de l'écart entre la production observée et la production potentielle pour la période récente sont-elles généralement un peu plus faibles que celles obtenues au moyen des méthodes traditionnelles. Cette faiblesse relative s'explique également par le fait que la méthode utilisée par le personnel de la Banque s'appuie sur une déduction voulant que le TCNA se soit légèrement accru depuis 1990, en raison surtout d'une augmentation sensible des cotisations sociales des employeurs.

Cette mesure de l'écart de production, qui tient compte d'une vaste gamme de renseignements, explique assez bien le profil d'évolution de l'inflation. La méthodologie devrait s'améliorer à mesure que de nouveaux éléments relatifs à la structure de l'économie viendront s'y greffer.

Pour établir des projections de la production potentielle, le personnel de la Banque élabore une prévision concernant l'offre tendancielle de travail en se fondant sur une analyse de la croissance démographique, du taux d'activité de la population et des effets structurels que subit le TCNA. Il prépare aussi une projection de la productivité totale tendancielle des facteurs, qui tient compte des effets cycliques probables et d'une convergence graduelle hypothétique des niveaux de productivité entre le Canada et les États-Unis. Le stock de capital est fonction des niveaux projetés de l'investissement.

La méthode employée à la Banque pour mesurer la production potentielle s'appuie sur un plus grand nombre d'informations que les autres méthodes existantes. La marge d'erreur des mesures élaborées, que l'on évalue à ± 2 points de pourcentage au moins, reste cependant élevée. Celles-ci doivent donc être interprétées avec beaucoup de circonspection quand on les utilise dans la conduite de la politique monétaire.

ii) Le taux de change et les prix des produits de base

La dépréciation du dollar canadien peut avoir des répercussions importantes sur les prix. La part des produits importés dans le panier de l'IPC étant d'environ 20 %, la dépréciation enregistrée au cours des trois dernières années a eu un effet considérable et pourrait expliquer jusqu'à 1 point de pourcentage de la hausse enregistrée par l'IPC au cours de la dernière année.

C'est dans le prix des véhicules automobiles que transparait avec le plus de netteté l'effet du recul du dollar canadien. Toutefois, ce recul semble ne s'être répercuté que partiellement sur les prix d'un certain nombre d'autres biens de consommation importés ou entrant en concurrence avec les produits importés. Dans la plupart des cas, l'intensification de la concurrence dans le commerce de détail et dans le secteur manufacturier a exercé des pressions à la baisse sur les prix (voir la Note technique 2).

Les cours mondiaux des produits de base (exprimés en dollars É.-U.) ont augmenté fortement l'an dernier. Les Canadiens, qui sont à la fois de gros producteurs et de gros consommateurs de matières premières, ont ressenti les effets de ces hausses de prix de diverses façons.

Le relèvement des cours des produits de base a été généralisé (Graphique 4). Fait important pour les producteurs canadiens, ce sont les prix des matières industrielles qui ont connu la hausse la plus forte. En effet, après être descendus très bas au cours de 1991 et 1992, ceux-ci se sont vivement redressés à la faveur de la reprise économique dans le monde. Parmi les produits de base dont les prix en dollars É.-U. ont fortement augmenté en 1994 se trouvent la pâte à papier (69 %), le papier journal (19 %) et les métaux communs tels que le nickel (60 %), le cuivre (67 %) et l'aluminium (70 %). L'effet de cette hausse sur les prix en dollars canadiens reçus par les producteurs canadiens de matières premières a été amplifié par la dépréciation du dollar canadien, ce qui se reflète dans l'augmentation notable de 9 % qu'a enregistrée l'Indice des prix des produits industriels au cours de l'année dernière (Graphique 5) et dans le relèvement marqué de l'ensemble des prix à l'exportation.

La baisse du dollar et le renchérissement des produits de base ont exercé des pressions à la hausse sur le taux global d'inflation.

Note technique 2

Les mouvements du taux de change et les prix à la consommation

L'incidence des mouvements du taux de change sur le niveau général des prix dépend, en fin de compte, de la politique suivie par les autorités monétaires et des anticipations des agents du secteur privé au sujet de l'inflation. Cependant, les variations du taux de change ont généralement, dans un premier temps, des répercussions directes sur les prix des biens importés qu'englobent les diverses composantes de l'IPC.

On peut obtenir une approximation de la première vague d'effets que ces variations sont susceptibles d'avoir sur l'IPC en multipliant la dépréciation totale du taux de change par la part (20 % environ) des importations dans l'indice global. Toutefois, comme ces effets s'étalent dans le temps, il est difficile de les évaluer avec précision. Pour déterminer si une dépréciation se répercute sur les prix dans les proportions habituelles, on peut examiner le comportement de diverses composantes de l'IPC qui renferment une proportion relativement élevée de biens importés.

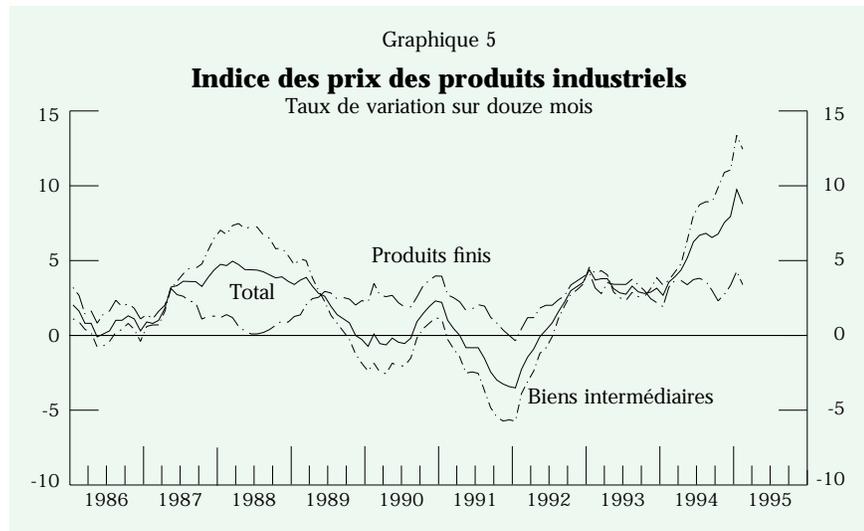
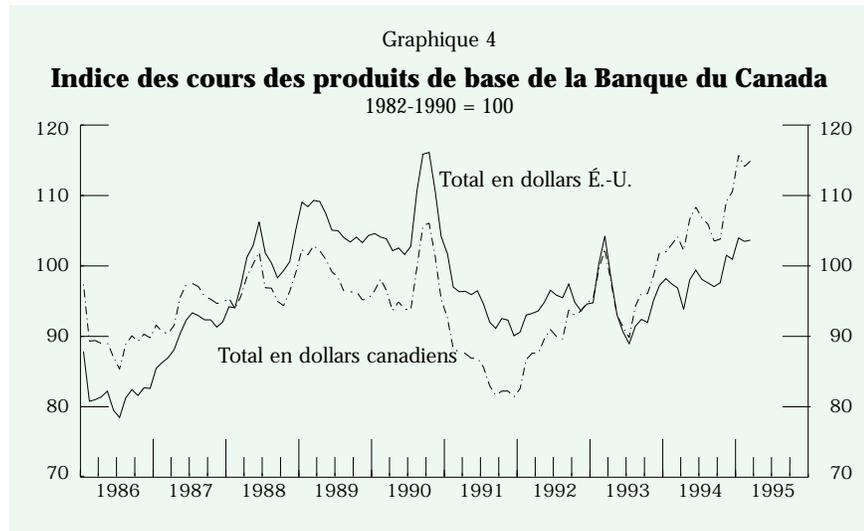
Les composantes énumérées dans le tableau ci-dessous regroupent environ 85 % des biens importés compris dans l'indice, alimentation et énergie exclues. La part estimative des importations dans chacune des composantes est multipliée par la dépréciation totale que le dollar canadien a connue de 1992 à 1994 (à peu près 20 %) pour produire une approximation de l'incidence totale de cette dépréciation sur les prix. Le chiffre obtenu est ensuite comparé aux variations que les indices de prix de ces composantes ont effectivement enregistrées durant cette période. Naturellement, il existe bien d'autres facteurs pouvant agir sur l'inflation, comme les variations des prix à l'étranger, la libéralisation des échanges, les progrès techniques et les conditions de la demande ou de l'offre, de sorte qu'on ne peut s'attendre à ce qu'il y ait une correspondance directe entre les deux séries de chiffres. La présence d'écart considérables pourrait néanmoins être révélatrice.

Degré de transmission probable des variations du taux de change

Taux de variation cumulatifs, 1992-1994

	Part des importations	Effet estimé	Variation observée des prix
Véhicules automobiles	80,7	16,2	15,9
Meubles	29,6	5,9	3,3
Vêtements	38,3	7,7	2,0
Appareils ménagers	82,7	16,6	0,6
Livres, revues et journaux	61,5	12,4	-2,4
Appareils audiovisuels	82,7	16,6	-5,4

Ces résultats donnent à penser que des facteurs ont pu agir pour annuler l'incidence des mouvements du taux de change dans certains secteurs de l'économie. Il est difficile d'établir si les augmentations de prix ont simplement été retardées, auquel cas on pourrait observer un certain rattrapage des prix dans l'avenir à mesure que les circonstances se modifieront, ou si l'action compensatrice de ces facteurs revêt un caractère plutôt permanent.



iii) La maîtrise des coûts et les autres facteurs

Les salaires n'ont augmenté que de 1 à 2 % au cours de la dernière année...

Ces hausses des cours des matières premières signifient aussi une augmentation appréciable des coûts pour les producteurs canadiens. Toutefois, dans l'ensemble de l'économie d'importants facteurs ont fait contrepoids à la croissance des coûts totaux et, par conséquent, à celle du niveau général des prix.

Les salaires, qui représentent la principale composante des coûts totaux, ont progressé à un rythme très modéré. Les hausses salariales ont, dans l'ensemble, oscillé entre 1 et 2 % durant la majeure partie de la dernière année. Dans le secteur privé, les augmentations consenties dans les

nouveaux accords salariaux ont tout juste dépassé 1 % alors que, dans le secteur public, les salaires n'ont pas bougé ou ont même diminué.

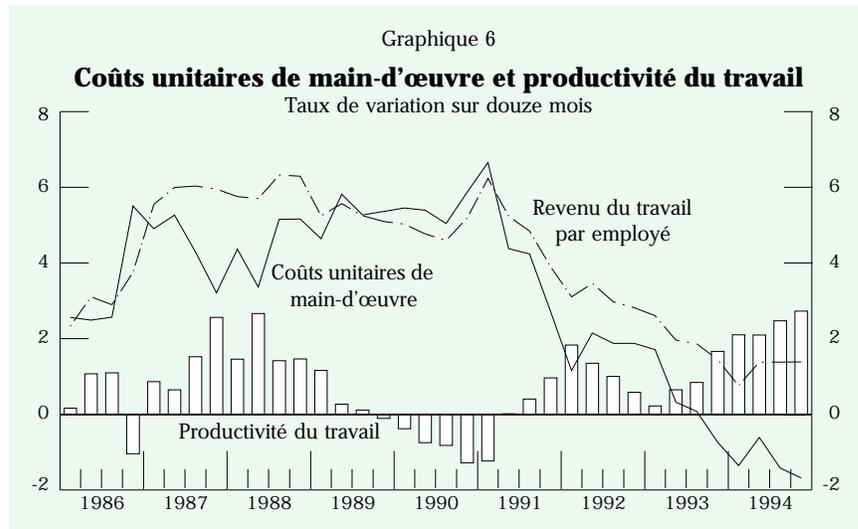
Les gains de productivité ont aussi joué un rôle déterminant dans la maîtrise de l'ensemble des coûts. Depuis 1990, les entreprises canadiennes ont fait des investissements considérables pour tirer parti des nouvelles technologies. Elles ont été amenées à restructurer leurs opérations par un certain nombre de facteurs, notamment le sérieux effritement de leur compétitivité entre 1987 et 1990, l'intensification de la concurrence sur les marchés mondiaux et l'avènement d'un climat de faible inflation. La restructuration commence à porter ses fruits, comme en témoignent les chiffres globaux de la productivité, mais il est encore trop tôt pour établir dans quelle mesure la croissance récente de cette dernière est supérieure à celle que l'on observe normalement au cours d'une reprise économique.

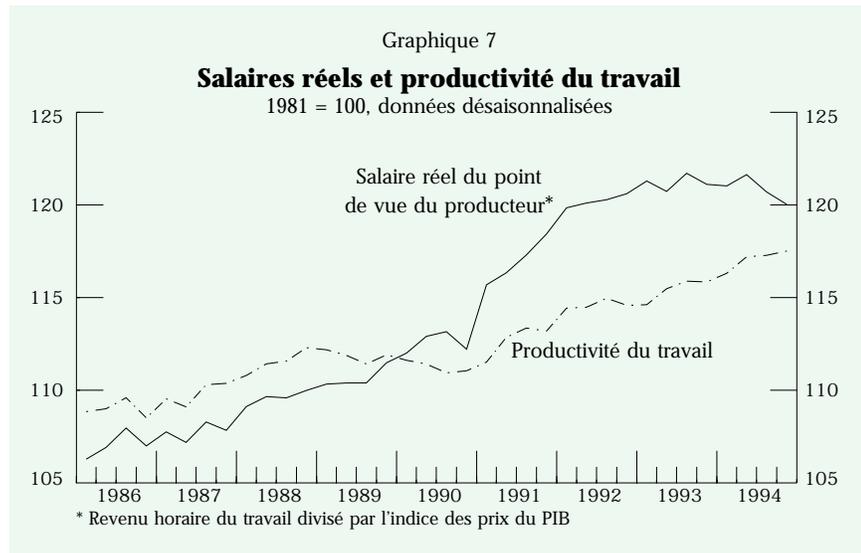
L'amélioration de la productivité, conjuguée à la modeste progression des salaires, a donné lieu à un repli constant des coûts unitaires de main-d'œuvre depuis plus d'un an (Graphique 6). Les profits ont fortement augmenté, particulièrement dans le secteur des ressources naturelles et le secteur manufacturier. Par conséquent, l'écart entre le niveau des salaires réels et la productivité qui s'était creusé au début des années 90 a commencé à se rétrécir (Graphique 7), ce qui constitue un facteur clé dans la poursuite des efforts visant à contenir les coûts de main-d'œuvre.

Enfin, l'accroissement du niveau général des prix a également été limité par la baisse des prix des machines et du matériel liée à la chute des prix des ordinateurs et par la diminution des coûts du logement.

... et la productivité s'est accrue.

Cela a donné lieu à une baisse des coûts unitaires de main-d'œuvre et à une augmentation des profits.





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

L'indice des conditions monétaires permet de mesurer l'incidence de la politique monétaire.

Il arrive que les mesures de politique monétaire soient appelées en priorité à rassurer des marchés agités.

Lorsqu'elle met en œuvre des mesures de politique monétaire en réaction à l'évolution de la conjoncture économique, la Banque s'appuie sur le concept de conditions monétaires; cela lui permet de saisir l'influence combinée que les taux d'intérêt à court terme et le taux de change pondéré en fonction des échanges commerciaux ont sur l'économie. En réunissant taux d'intérêt et taux de change en un indice des conditions monétaires (ICM), la Banque s'est dotée d'une mesure grâce à laquelle elle peut rapidement déterminer le degré global de resserrement ou d'assouplissement de la politique monétaire (voir la Note technique 3 et les Graphiques 8, 9 et 10).

La Banque réévalue constamment le niveau des conditions monétaires propice à la réalisation des cibles de maîtrise de l'inflation, mais il arrive que ses opérations doivent viser en priorité à rassurer des marchés agités.

L'évolution des marchés financiers canadiens au cours de la dernière année a été fortement influencée par la nervosité et la volatilité qui se sont emparées des places financières internationales peu après que les autorités monétaires américaines eurent amorcé un relèvement des taux d'intérêt au début de février 1994. Ces facteurs externes se sont répercutés sur le Canada, où les investisseurs étaient déjà préoccupés par l'accroissement de la dette publique et la situation politique au Québec. Pendant tout le printemps, le dollar canadien s'est replié et les taux d'intérêt à court terme ont grimpé, ce qui s'est traduit par un resserrement sensible

Note technique 3

L'indice des conditions monétaires

L'indice des conditions monétaires (ICM) est une somme pondérée des variations qu'enregistrent le taux d'intérêt à court terme (taux du papier commercial à 90 jours) et le taux de change pondéré en fonction des échanges commerciaux avec les autres pays du G-10 par rapport à une période de base donnée. Depuis plusieurs années, la Banque du Canada utilise l'ICM comme cible opérationnelle dans la conduite de la politique monétaire³. Parce que le Canada est une économie ouverte fonctionnant sous un régime de taux de change flottants, les mesures de politique monétaire qui s'y prennent influent sur la demande globale par le jeu à la fois du taux d'intérêt et du taux de change. C'est pourquoi la banque centrale ne peut faire abstraction des mouvements du taux de change lorsqu'elle décide de l'orientation de sa politique.

La pondération attribuée au taux d'intérêt par rapport au taux de change est de trois pour un; elle s'inspire des résultats d'un certain nombre d'études empiriques, qui ont cherché à estimer l'effet des variations de ces variables en termes réels sur la demande globale réelle sur un horizon de six à huit trimestres. Le poids relatif des deux taux dans l'ICM signifie que l'on estime qu'une variation d'un point de pourcentage (100 points de base) du taux d'intérêt réel a à peu près le même effet sur la demande globale au fil du temps qu'une variation de trois points de pourcentage du taux de change réel «effectif» (c.-à-d. défini par rapport aux monnaies des autres pays du G-10). À cause des délais de publication des indices de prix qui servent au calcul du taux de change effectif réel, la Banque suit généralement l'évolution de l'ICM en termes nominaux sur de courts horizons.

Une variation de l'ICM indique simplement le degré de resserrement ou d'assouplissement des conditions monétaires. Le niveau de l'ICM n'a en soi aucune signification puisqu'il représente une variation par rapport à une période de base choisie de façon arbitraire (en l'occurrence, janvier 1987, où l'ICM prend la valeur de zéro). Sur le plan conceptuel, l'ICM constitue, certes, une meilleure cible opérationnelle que les taux d'intérêt à court terme, mais cela n'implique pas que les opérations de la politique monétaire puissent être réglées de façon machinale en fonction de l'ICM. Premièrement, l'ICM (pas plus que les taux d'intérêt d'ailleurs) ne peut servir de point d'ancrage nominal à la politique monétaire. Deuxièmement, les modifications souhaitées des conditions monétaires varient avec les fluctuations de la demande et de l'offre globales. Par conséquent, les conditions monétaires doivent être constamment réévaluées afin de rester compatibles avec la trajectoire arrêtée pour l'évolution de l'inflation. Par exemple, une augmentation des prix relatifs des matières premières produites au Canada donne généralement lieu à un accroissement de la demande globale et, par ricochet, à une hausse du niveau souhaité de l'ICM.

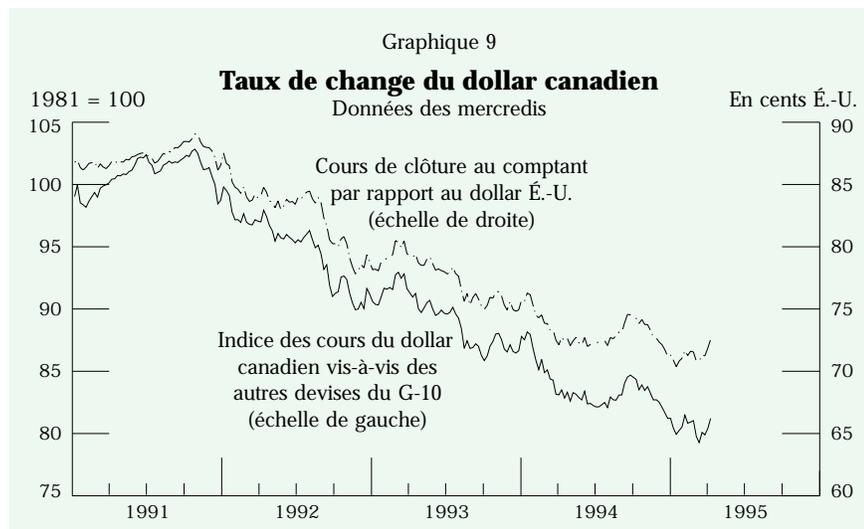
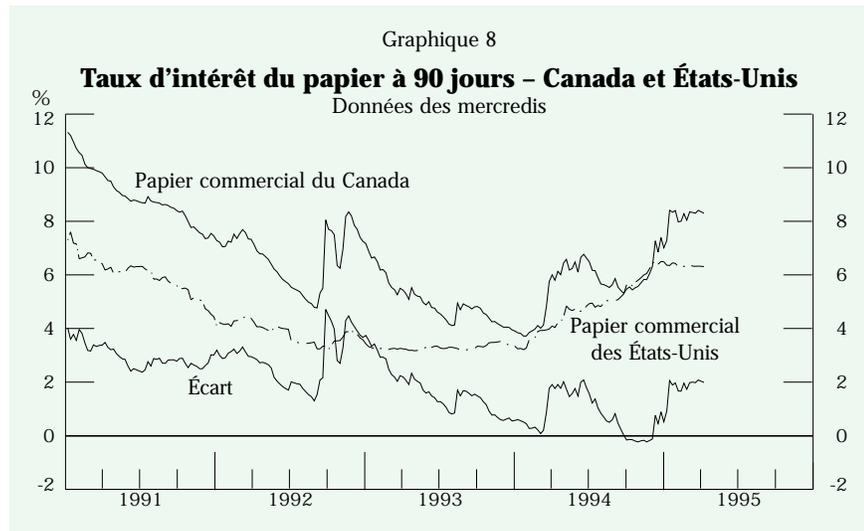
Il importe de souligner que la Banque ne s'efforce pas, au jour le jour, de maintenir l'ICM à un niveau précis en ajustant les taux d'intérêt chaque fois que le taux de change bouge. Ce n'est que si le taux de change passait à une nouvelle fourchette de variation que la Banque essaierait de faire contre-poids à cette évolution en suscitant un mouvement compensatoire des taux d'intérêt. En outre, il arrive qu'elle ne puisse s'efforcer d'atteindre le niveau souhaité de l'ICM parce qu'il lui faut, temporairement, chercher à stabiliser les marchés.

3. Une cible opérationnelle est une variable sur laquelle la banque centrale peut exercer une influence assez directe en modifiant le réglage de son outil d'intervention. Au Canada, cet outil est la taille de son bilan.

Les variations de la fourchette visée pour le taux du financement à un jour reflètent les mesures de politique monétaire.

des conditions monétaires globales au Canada par rapport à la situation observée en début d'année.

Vers le milieu de l'année, la Banque a établi une fourchette cible de 50 points de base pour le taux du financement à un jour; elle entendait ainsi augmenter l'efficacité et la transparence de ses opérations sur des marchés volatils (Graphique 11). Durant l'été, à mesure que les marchés se rassérénaient, la Banque a abaissé à trois reprises la fourchette visée pour le taux du financement à un jour, afin de favoriser un repli des taux d'intérêt à court terme. Ses interventions avaient pour but d'effacer une partie seulement du resserrement antérieur des conditions monétaires, étant donné le raffermissement de l'économie.

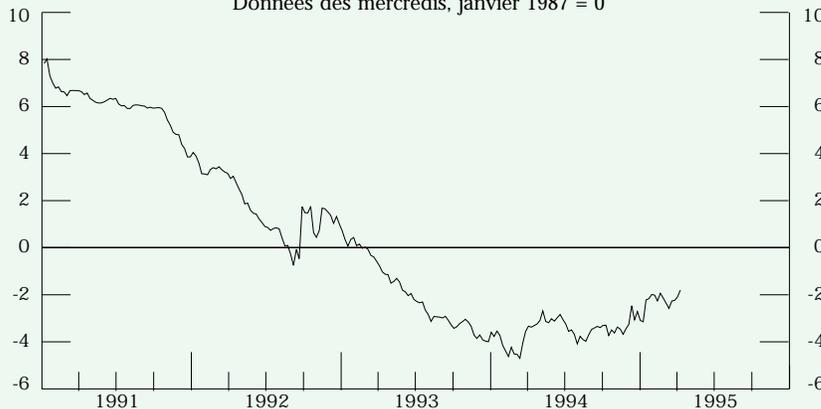


En octobre et en novembre, les taux d'intérêt à court terme ont repris leur ascension, dans le sillage de nouvelles hausses des taux d'intérêt aux États-Unis. Dans un premier temps, les conditions monétaires au Canada sont demeurées pratiquement inchangées, un dollar plus faible faisant contrepoids à des taux d'intérêt intérieurs un peu plus élevés. En novembre, la Banque du Canada a relevé une fois la fourchette qu'elle visait pour le taux du financement à un jour.

Graphique 10

Indice des conditions monétaires

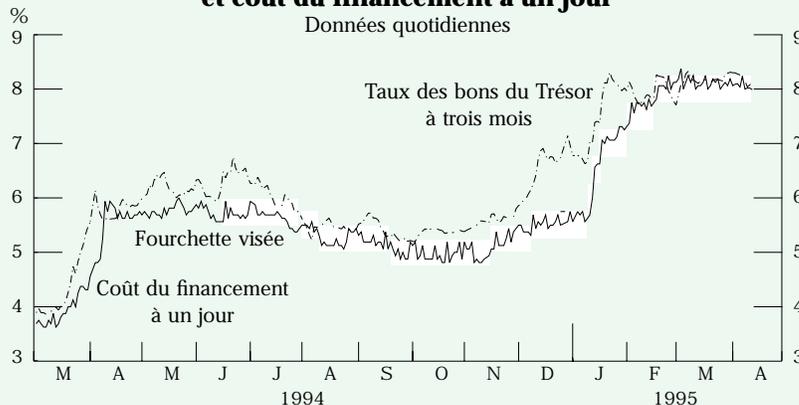
Données des mercredis, janvier 1987 = 0



Graphique 11

Taux des bons du Trésor à trois mois et coût du financement à un jour

Données quotidiennes



Au début de décembre, les investisseurs ont recommencé à craindre un nouveau durcissement de la part de la Réserve fédérale et à s'inquiéter de ses répercussions éventuelles sur le Canada. Dans cette conjoncture, le dollar canadien s'est affaibli davantage, les taux d'intérêt à court terme ont connu une flambée, et la Banque a de nouveau révisé à la hausse sa

fourchette cible pour le loyer de l'argent à un jour. Les conditions monétaires se sont resserrées, ce qui a eu pour effet d'annuler l'assouplissement opéré vers le milieu de l'année. La crise monétaire au Mexique à la fin de décembre est venue exacerber la nervosité qui régnait sur les marchés financiers internationaux.

Les conditions monétaires se sont resserrées vers la fin de 1994...

Les pressions à la baisse qui s'exerçaient sur le dollar canadien se sont avivées au début de janvier 1995, et les taux d'intérêt à court terme ont subi de très fortes pressions à la hausse. Principalement dans le but de calmer les marchés, la Banque a augmenté à cinq reprises, entre le début de janvier et la fin de février, la fourchette visée pour le taux du financement à un jour. Ces mesures ont contribué à stabiliser le dollar et, par le fait même, à relâcher les pressions sur les taux d'intérêt. La réaction favorable des marchés financiers aux mesures contenues dans le budget fédéral a aussi eu un effet stabilisateur notable.

... et de nouveau au premier trimestre de 1995.

Au cours du premier trimestre de 1995, il est devenu de plus en plus manifeste également que l'économie faisait encore preuve d'un dynamisme plus grand que prévu et qu'un certain resserrement des conditions monétaires se justifiait compte tenu de la diminution rapide des capacités excédentaires. En mars, les conditions monétaires s'étaient resserrées, comme l'indique l'augmentation de l'ICM d'environ 1 1/2 point de pourcentage en moyenne depuis le second semestre de 1994 ou de quelque 2 points de pourcentage depuis mars 1994. Vers le milieu d'avril, elles s'étaient encore un peu durcies en raison d'un raffermissement du dollar canadien.

5. Les perspectives en matière d'inflation

Dans son évaluation des perspectives d'inflation, la Banque doit tenir compte de divers facteurs, dont l'incidence des conditions monétaires actuelles sur l'évolution future de la demande globale.

La demande et l'offre globales

L'élément le plus important du cadre économique international dans lequel le Canada évolue est l'économie américaine, et celle-ci a connu une croissance de 4 % en 1994. Selon la Banque, l'économie américaine affiche une demande excédentaire, même si les mesures globales des prix et des coûts de production ne révèlent guère de signes d'intensification des tensions inflationnistes. La Réserve fédérale a relevé les taux d'intérêt à court terme afin d'éviter l'accumulation des pressions inflationnistes qui pourrait se produire si l'économie continuait de progresser à un rythme propice au maintien ou au renforcement de la demande excédentaire. Les mesures de la Réserve fédérale semblent en voie de ramener l'expansion à un rythme qui peut être soutenu.

Dans les pays d'outre-mer, la reprise économique devrait rester relativement vigoureuse. La production dans les quatre principaux pays

européens, qui s'est accrue de 3 % en 1994 selon les estimations, pourrait connaître une progression comparable cette année. Au Japon, la situation est plus difficile à évaluer en raison du tremblement de terre survenu au début de 1995 et de la force récente du yen. Il semble néanmoins que la production y augmentera cette année, mais à un rythme modéré.

Le cadre économique international reste favorable...

Étant donné les perspectives économiques encourageantes aux États-Unis et dans les pays d'outre-mer, on s'attend aussi à ce que les prix des produits de base exportés par le Canada restent fermes. En effet, dans le passé, le prix moyen de ces produits a eu tendance à fluctuer en fonction du cycle économique mondial. Toutefois, certains prix ont maintenant atteint des niveaux tels que l'exploitation de nouvelles sources d'approvisionnement est devenue rentable.

... mais la demande intérieure semble moins vigoureuse.

Dans l'ensemble, la demande extérieure devrait demeurer un facteur positif important pour l'économie canadienne. Par contre, la demande intérieure risque d'être freinée par la récente hausse des taux d'intérêt et par la politique d'austérité suivie dans le secteur public.

Les répercussions des budgets fédéral et provinciaux sur la demande globale sont des éléments qu'il faut prendre en considération dans la conduite de la politique monétaire. Plus précisément, l'ampleur des mesures budgétaires qui influent sur la demande globale et le moment de leur application doivent être pris en compte dans la détermination de la trajectoire appropriée pour les conditions monétaires. Dans le cas du dernier budget fédéral, la mise en œuvre des politiques annoncées s'échelonne sur plusieurs années, et leurs effets s'additionneront au cours de cette période.

L'examen de tous ces facteurs porte à croire que la demande globale continuera de croître en 1995 et d'absorber des capacités inutilisées. Il est difficile de savoir quel sera le volume des capacités inutilisées qui subsisteront à la fin de l'année à cause des incertitudes entourant l'estimation de la production potentielle et de la vigueur de la demande.

Selon des prévisions récentes émanant du secteur privé et qui tiennent compte des effets du budget fédéral de février, la progression de la demande globale se situera entre 3 1/2 et 4 1/2 % en 1995. Étant donné que l'activité économique est plus vigoureuse qu'on ne s'y attendait en général et que la Banque évalue à près de 3 % la croissance de la production potentielle pour 1995, l'écart de production devrait s'amenuiser considérablement d'ici la fin de l'année. Comme il a été mentionné précédemment, la Banque estime que cet écart était de 2 1/2 % à la fin de 1994.

L'écart de production devrait s'amenuiser encore plus en 1995, mais il continuera d'exercer des pressions à la baisse sur les prix.

Dans ces conditions, la pression à la baisse qu'exerce sur les prix la présence de capacités excédentaires sur les marchés des biens et services se maintiendra tout le long de 1995, mais elle s'amointrira. De même, la situation du marché du travail continuera d'atténuer les pressions sur les salaires et les coûts.

Les effets des variations du taux de change

L'incidence de la dépréciation passée du taux de change constitue une source importante d'incertitude au sujet de l'évolution de l'inflation. Pour

La dépréciation passée du taux de change pourrait exercer d'autres pressions à la hausse sur les prix.

l'avenir immédiat, deux scénarios semblent se dessiner. D'abord, en supposant que la dépréciation passée s'est entièrement répercutée sur les prix et que le dollar canadien ne subit aucune autre baisse, les effets du recul de ce dernier sur le taux d'accroissement de l'IPC sur douze mois devraient commencer à s'atténuer au cours de 1995. Par contre, si la transmission de ces effets a été retardée par les conditions de la demande, le renforcement récent de celle-ci pourrait se solder par une augmentation des prix, même en l'absence de nouvelles dépréciations. Dans ce deuxième scénario, le fait qu'il y ait maintenant beaucoup moins de capacités excédentaires dans l'économie réduit les chances que de nouvelles baisses des coûts fassent contrepoids au repli du dollar canadien. L'incidence de ce repli pourrait cependant être moindre si la concurrence et les efforts de restructuration dans le secteur du commerce de détail s'intensifiaient encore.

En définitive, il semble exister un risque que des pressions à la hausse dues aux variations passées du taux de change poussent temporairement le taux d'accroissement de l'indice de référence au-dessus de la médiane de la fourchette cible au cours de 1995.

Les mesures des attentes relatives à l'inflation

Les attentes relatives à l'inflation semblent compatibles avec les cibles de maîtrise de l'inflation visées par la Banque.

Les attentes des agents économiques jouent également un rôle important dans les perspectives d'inflation. Les répondants à la dernière enquête trimestrielle du Conference Board du Canada menée auprès des entreprises canadiennes s'attendent, dans une proportion de 89 %, à ce que l'inflation se situe à court terme entre 1 et 3 %. Selon celle que l'institut a menée auprès d'organismes de prévision, le taux d'augmentation de l'IPC devrait se situer entre 1 3/4 et 2 1/2 % en 1995, pour s'établir en moyenne à 2 %. En outre, la dernière enquête de cet institut sur la rémunération laisse entrevoir peu de changement cette année au chapitre de la progression globale des salaires.

Une mesure parfois utilisée pour calculer le taux d'inflation attendu à long terme est l'écart de rendement entre les obligations du gouvernement à 30 ans ordinaires et les obligations à rendement réel (Graphique 12). Selon cette mesure, l'inflation anticipée à long terme est de près de 4 %. Ce chiffre est certes inférieur à celui de 4 3/4 % calculé au milieu de 1994, mais il est supérieur à celui de 3 1/4 % obtenu au milieu de 1993. Il est toutefois difficile d'établir le degré d'exactitude avec lequel cette mesure reflète les véritables attentes concernant l'inflation, car le marché des obligations à rendement réel est restreint, et la mesure en question comprend une prime liée à l'incertitude entourant l'inflation.

Les autres indicateurs

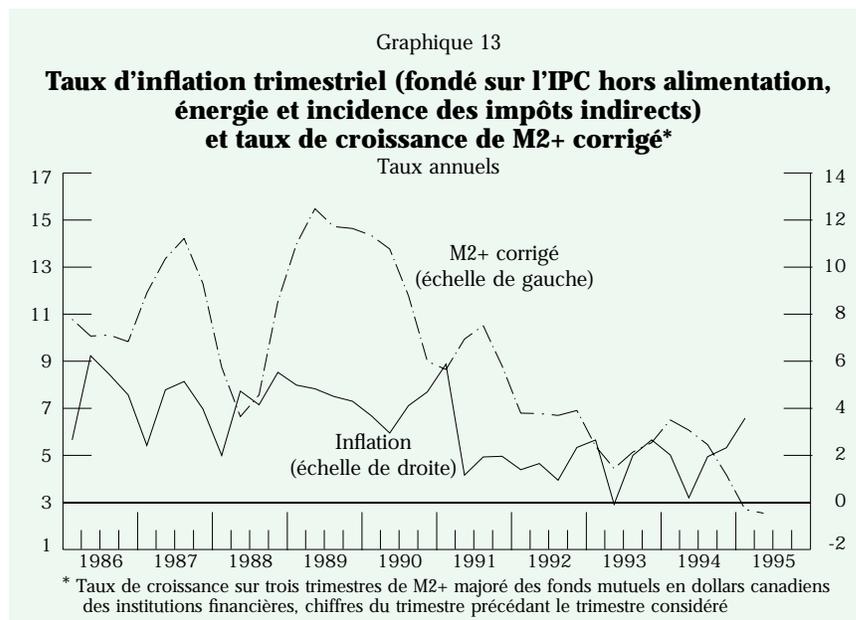
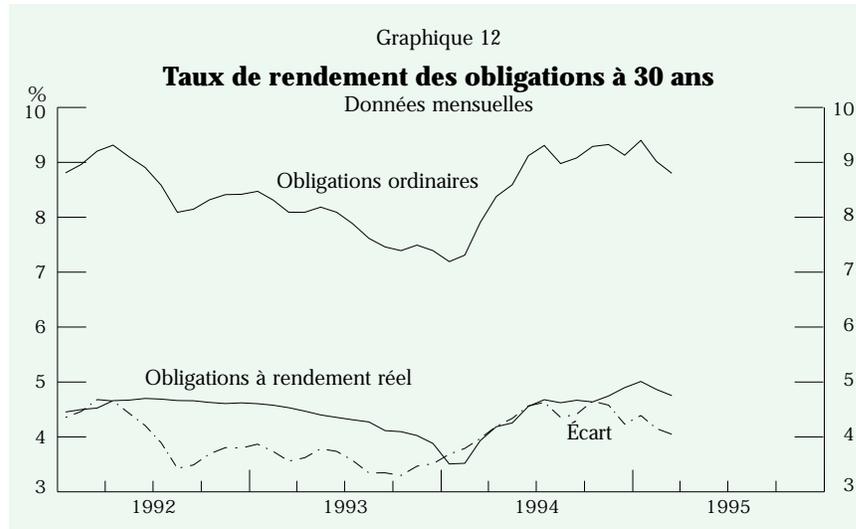
À titre d'indicateurs de l'évolution à court terme de l'économie, les agrégats monétaires fournissent de bons renseignements.

L'agrégat au sens large M2+ est le plus utile pour prévoir l'inflation un ou deux trimestres à l'avance. Même si l'on tient compte de l'engouement

récent pour les fonds mutuels à long terme au détriment des dépôts, le taux de l'inflation tendancielle prévu par le modèle indicateur de la Banque fondé sur l'évolution de M2+ est d'environ 1 % ou moins pour les deux prochains trimestres (Graphique 13).

Le comportement des agrégats monétaires laisse présager que l'inflation restera faible.

Le taux d'accroissement de M1 en termes réels (l'agrégat monétaire au sens étroit M1 dégonflé par un indice des prix) fournit des renseignements utiles sur la croissance future de la production. Cet indicateur laisse présager que la vigoureuse expansion se poursuivra, mais à un rythme inférieur à celui qui a été observé en 1994.



6. Conclusions

Tout bien considéré, les perspectives actuelles en matière d'inflation sont conformes aux cibles de maîtrise que vise la Banque.

Le faible taux d'inflation enregistré ces trois dernières années a entraîné une nette révision à la baisse des attentes relatives à l'inflation au Canada. Et ce progrès vers la stabilité des prix apporte un soutien de taille à la bonne tenue de l'économie. Toutefois, certains risques demeurent.

À court terme, il semble que les pressions engendrées par le repli passé du taux de change pourraient amener le taux d'augmentation de l'indice de référence à s'établir dans la moitié supérieure de la fourchette cible. Si tel est le cas, les autorités monétaires devront veiller à ce que ces pressions soient temporaires et ne donnent pas lieu à des attentes de nouvelles pressions inflationnistes.

À un peu plus long terme (soit d'ici la fin de 1995 et le début de 1996), le principal souci de la Banque sera de juger correctement l'écart de production et la vitesse à laquelle celui-ci rétrécit. Par le passé, le dynamisme de l'économie a souvent été sous-estimé à ce stade du cycle.

Tout bien considéré, les perspectives actuelles en matière d'inflation sont conformes aux cibles de maîtrise de l'inflation que vise la Banque.

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.

Références

- Banque du Canada, *Revue de la Banque du Canada*, «Cibles de réduction de l'inflation», mars 1991, p. 3-21
- _____, *Revue de la Banque du Canada*, «Les cibles de réduction de l'inflation : autres considérations d'ordre pratique et questions de mesure», septembre 1991, p. 3-23
- _____, *Revue de la Banque du Canada*, «Déclaration du gouvernement et de la Banque du Canada au sujet des objectifs de la politique monétaire», hiver 1993-1994, p. 85-86
- Charles Freedman, «The Use of Indicators and of the Monetary Conditions Index in Canada», *Frameworks for Monetary Stability*, sous la direction de Carlo Cottarelli et de Tomás J. T. Baliño, Fonds monétaire international, Washington, 1994. (On peut se procurer des tirés à part de l'étude auprès de la Banque du Canada.)
- Gordon G. Thiessen, «L'incertitude et la transmission de la politique monétaire au Canada», conférence HERMES-Glendon, prononcée le 30 mars 1995 à l'université York à Toronto, Banque du Canada, Ottawa, 1995

Annexe

LES AVANTAGES DE LA STABILITÉ DES PRIX

(Extrait du rapport annuel de la Banque du Canada pour 1990)

La première section du présent rapport fait valoir un point fondamental, à savoir que notre économie ne peut bien fonctionner que si les Canadiens ont l'assurance que la monnaie qu'ils utilisent conservera sa valeur. Or, pour que cette condition soit remplie, le niveau général des prix doit rester stable, autrement dit il ne doit pas être l'objet d'une inflation chronique. L'opinion selon laquelle l'inflation est bénéfique à l'économie, en ce sens qu'elle s'accompagne d'une hausse de l'emploi, a été infirmée par la tournure des événements au cours des deux dernières décennies. On ne reconnaît toutefois pas suffisamment le fait que l'inflation comporte des coûts qui n'épargnent aucun secteur. Elle accroît l'incertitude au sujet de l'avenir, de sorte qu'il est bien plus difficile pour chacun de prendre les bonnes décisions sur le plan économique. De plus, elle pousse les ménages et les entreprises à consacrer beaucoup de temps et d'argent à se protéger des effets de la montée des prix. Mais tous ne réussissent pas à se soustraire à ces effets et l'inflation est source d'iniquité et de discordes sociale. Les coûts de l'inflation peuvent être évités si l'on parvient à orienter la politique monétaire de manière à réaliser et à maintenir la stabilité des prix. La présente section examine, de façon plus détaillée, ces coûts que l'inflation impose à l'économie.

L'inflation, source d'incertitude au sujet de l'avenir

Dans une économie fondée sur la monnaie, la décision d'acheter ou de vendre, d'emprunter ou d'investir est déterminée par les prix, à la fois les prix courants et les prix attendus pour les années à venir. En d'autres termes, les travailleurs, les gestionnaires, les épargnants et les investisseurs s'appuient sur les prix pour établir des comparaisons entre les valeurs actuelles et escomptées d'un large éventail de biens et de services offerts sur différents marchés. Ces comparaisons leur fournissent les renseignements et les motivations sur lesquels ils fondent leurs décisions économiques. Mais l'incertitude qu'engendre l'inflation dénature et embrouille les renseignements en question.

Prenons l'exemple d'une entreprise qui décide de construire une nouvelle usine. Elle doit prendre en considération non seulement le coût des fonds à engager et les prix de la main-d'œuvre et des matériaux de construction, mais également les prix auxquels elle s'attend de vendre la future production de la nouvelle usine et les montants qu'elle devra vraisemblablement verser pour la main-d'œuvre et le matériel entrant dans cette production. L'avenir est toujours incertain, mais il l'est davantage

lorsque les prix sont à la hausse, car l'évolution de l'inflation est rarement stable et prévisible. Lorsque la conjoncture est inflationniste, les bonnes décisions en matière d'investissement sont bien plus difficiles à prendre.

En outre, dans un climat d'inflation, les prix ne réagissent pas tous de la même façon aux pressions excessives de la demande. Il est alors facile de mal interpréter leur comportement, et on voit souvent apparaître des attentes exagérées au sujet de l'ampleur éventuelle du renchérissement des produits dont les prix augmentent déjà très rapidement. C'est ce qui explique que de tels produits font par moments l'objet de surinvestissement. Habituellement, ce sont les prix des produits de base et des biens immobiliers qui, en période d'inflation, enregistrent les hausses les plus rapides et les plus fortes. L'essor de l'investissement dans l'exploitation de nouvelles sources de produits de base et dans l'acquisition d'entreprises d'exploitation de ressources naturelles vers la fin des années 70 de même que l'explosion de la construction de logements en copropriété et d'immeubles commerciaux dans certains centres urbains vers la fin des années 80 illustrent clairement le phénomène de surinvestissement que provoquent les attentes exagérées issues de l'inflation.

Les coûts liés à la protection contre l'inflation

Au fur et à mesure que l'inflation s'enracine, les entreprises et les particuliers découvrent qu'ils doivent consacrer temps et argent à en contrer les effets. Et cela va bien au delà de la nécessité de réviser et de réimprimer plus fréquemment les listes de prix et les catalogues. Par exemple, la durée des contrats de tout genre raccourcit, les parties contractantes ne voulant pas s'exposer au risque d'être lésées par les effets d'une inflation imprévue; la négociation des contrats devient donc plus ardue. Les acheteurs ont du mal à obtenir des prix fermes pour des produits dont ils prendront livraison plus tard. Les investisseurs se préoccupent davantage de se couvrir contre le risque d'inflation que d'investir dans des activités productives. Au plus fort de la période d'inflation de 1980-1981, nombreux étaient les investisseurs qui se sont tournés vers des avoirs comme les biens immobiliers, l'or, l'argent, les pierres précieuses et les œuvres d'art, soit pour se protéger contre l'inflation, soit pour essayer d'en tirer parti.

Les contrats financiers visant les dépôts, les prêts et les émissions de titres ont été particulièrement touchés par les craintes que suscite l'inflation. L'échéance moyenne de ces contrats s'est raccourcie de façon spectaculaire depuis que l'inflation a pris racine et est devenue un problème grave, c'est-à-dire depuis le début des années 70. Le marché des obligations à long terme des sociétés s'est contracté, et les prêts hypothécaires à l'habitation de 25 ans ont presque totalement disparu. Trop d'épargnants, victimes de la spirale inflationniste des années 70, ne sont plus disposés à fournir des fonds à des taux d'intérêt fixes pour de longues périodes. Il en résulte que les emprunteurs privés désirant acquérir des avoirs à long terme, tels que des logements ou des usines, ne trouvent plus de financement à long terme aussi aisément que par le passé.

Les gros utilisateurs de services financiers ont de plus en plus recours à des techniques très sophistiquées pour limiter les risques inhérents à l'inflation. À cet égard, on peut citer les swaps de taux d'intérêt et de devises ainsi que les contrats à terme et les contrats d'options. Mais il a fallu canaliser des ressources productives considérables vers le secteur financier en vue d'élaborer des mécanismes de protection contre les effets de l'inflation.

Pour attirer les fonds des épargnants, les établissements et les marchés financiers doivent indemniser ces derniers des pertes attribuables à l'inflation. Ainsi, les taux d'intérêt sont majorés d'une prime d'inflation que les épargnants exigent pour compenser la dépréciation de leurs fonds. Mais, étant donné que l'évolution future de l'inflation ne peut être prévue avec certitude, les taux d'intérêt pratiqués dans les pays où l'inflation sévit depuis longtemps comportent également une prime supplémentaire servant à couvrir les risques qui découlent de cette incertitude. Les emprunteurs doivent donc payer plus cher les fonds nécessaires à la réalisation de leurs programmes de dépenses.

De même, lorsqu'une forte inflation entraîne l'imposition d'une prime sous forme de taux d'intérêt élevés visant à indemniser les prêteurs de la dépréciation de leur argent, les emprunteurs sont en fait forcés de rembourser leurs dettes beaucoup plus rapidement qu'ils ne le feraient si les prix étaient stables. Dans le cas des emprunts hypothécaires, par exemple, ce remboursement forcé peut plonger les propriétaires fonciers dans des difficultés financières, et ce, même lorsque la valeur de leur propriété augmente fortement sous l'effet de l'inflation. En effet, à cause de la prime d'inflation, ils ont de plus en plus de difficulté à honorer leurs engagements mensuels.

Les épargnants peuvent recevoir des taux d'intérêt élevés les indemnisant de l'érosion de la valeur de leur épargne par l'inflation, mais ils doivent tout de même payer des impôts sur l'intégralité de leurs revenus en intérêts. Lorsque l'inflation se situe à 4 1/2 %, par exemple, un épargnant dont les revenus sont imposés à un taux marginal de 40 % et recevant par conséquent un peu moins de 5 1/2 % après impôt sur un dépôt à terme à 9 % obtient en fait un rendement inférieur à 1 %, une fois prise en compte l'inflation. La baisse de la rémunération effective de l'épargne en période d'inflation a des effets négatifs sur la propension à épargner. Le comportement des entreprises est également grandement faussé par l'interaction entre l'inflation et une structure fiscale conçue en fonction d'un monde libre d'inflation.

Les notions d'équité et de justice

Les coûts de l'inflation ne se répartissent pas également sur l'ensemble de la population. Certains particuliers et certaines entreprises peuvent mieux que d'autres se protéger contre l'inflation, mais le hasard joue aussi un grand rôle. Souvent, lorsque l'inflation s'incruste, ce sont, dans notre société, les groupes les moins favorisés ou ceux qui ne disposent pas de mécanismes de protection sophistiqués qui sont les perdants. L'exemple le plus courant est celui des bénéficiaires de pensions non indexées. Au

rythme annuel de 4 1/2 %, l'inflation peut amputer ces pensions de la moitié de leur valeur en un peu plus de quinze ans. Ceux à qui l'inflation profite, que ce soit grâce à leur capacité d'investir dans des avoirs qui se valorisent sous l'effet de l'inflation ou encore par pur hasard, le font au détriment d'autres membres de la collectivité. Les gains qu'ils réalisent ainsi ne récompensent pas un surcroît d'efforts ou une augmentation de la productivité. C'est pourquoi l'inflation engendre un profond sentiment d'injustice au sein de la société et ébranle la foi dans l'égalité des chances qui est la base d'une économie de marché efficace.

Composer avec l'inflation ne règle rien

Afin de corriger cette injustice sans l'effort et la discipline qui seraient nécessaires pour retrouver la stabilité des prix, certains ont proposé que nous ajustions nos pratiques économiques de façon à composer avec l'inflation. Ce qu'ils suggèrent dans la pratique, c'est d'indexer tous les types de revenus et de paiements afin de protéger les particuliers contre les pertes résultant de l'inflation. Les autorités n'auraient alors qu'à stabiliser le taux d'inflation à un niveau donné; l'économie, prétend-on, s'ajusterait aisément à ce taux, et les coûts entraînés par l'inflation seraient évités.

L'expérience vécue par le Canada depuis le début des années 70 sur le front de l'inflation montre bien qu'une économie aussi complexe que la nôtre ne s'ajuste ni aisément ni rapidement à l'inflation. De toute évidence, le processus d'adaptation de nos institutions à un climat d'inflation comporte des coûts élevés. Il ne s'agit pas uniquement ici d'indexer les revenus. Il faudrait aussi modifier en profondeur non seulement le mode d'imposition des particuliers et des sociétés, mais également certaines dispositions légales, conventions comptables et beaucoup d'autres aspects de la vie économique. N'est-il pas révélateur à cet égard que la plupart des arrangements institutionnels ne se soient toujours pas adaptés à l'inflation après vingt ans au cours desquels celle-ci a été de 7 % en moyenne?

Même si des changements d'ordre institutionnel s'opéraient, une politique de tolérance à l'égard de l'inflation ne serait pas une politique crédible. En cherchant à stabiliser le taux d'inflation à son niveau du moment, les autorités montreraient qu'elles ne sont pas prêtes à prendre les mesures qu'il faut pour combattre l'inflation. Par conséquent, si l'inflation grimpe soudainement sous l'effet d'une conjoncture défavorable, il est à peu près certain que personne ne croirait que les autorités sont disposées à prendre les mesures appropriées pour enrayer cette hausse. Une politique monétaire visant la stabilisation de l'inflation à un niveau donné serait constamment en butte à un tel scepticisme. Les pays qui sont allés le plus loin dans la voie de l'indexation des divers revenus et paiements ont en général enregistré des taux d'inflation de plus en plus élevés, qui ont mis en danger les fondements mêmes de l'institution qu'est la monnaie. Une politique de tolérance à l'égard de l'inflation mine systématiquement la capacité d'un pays d'obtenir de bons résultats économiques.

* * *

Pour éviter le fardeau que l'inflation impose à l'économie, il est indispensable que la politique monétaire soit résolument orientée vers la réalisation et le maintien de la stabilité des prix. Seule la stabilité du niveau général des prix peut fournir une base saine aux décisions en matière d'investissement et d'octroi de crédit et garantir l'utilisation la plus efficace possible des ressources économiques. Elle permettra aussi d'affecter à des fins plus productives les ressources et les efforts considérables mobilisés pour contrer l'inflation et d'éviter un sort injuste à ceux qui ne peuvent se protéger contre cette dernière.