

BANQUE DU CANADA

Rapport sur la politique monétaire

- mai 1997 -

Le dollar en argent reproduit en page couverture a été émis pour marquer le 100^e anniversaire de la Coupe Stanley. Le gouverneur général Lord Stanley fit don de la coupe en 1893, et celle-ci s'inscrivit rapidement dans la tradition du hockey. Le dessin, de l'artiste canadien Stewart Sherwood, montre la Coupe Stanley d'hier et celle d'aujourd'hui.

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

893-49-90-607
CN ISSN 1201-8783

Imprimé au Canada sur papier recyclé

Rapport sur la politique monétaire

— mai 1997 —

«Le Canada a fait des progrès notables [...] en ce qui concerne le rétablissement de la crédibilité de ses politiques macroéconomiques et la mise en place des ajustements nécessaires à l'instauration d'une économie plus efficiente et plus prospère dans l'avenir [...] La meilleure contribution que la Banque du Canada puisse apporter au maintien de ces tendances positives est de favoriser un climat de confiance et de stabilité monétaires. C'est précisément ce que nous entendons instaurer grâce à l'engagement que nous avons pris à l'égard des cibles de maîtrise de l'inflation.»

— Gordon Thiessen

*Allocution prononcée à Ottawa le 21 mars 1997
devant l'Association canadienne de science
économique des affaires et l'Ottawa Economics
Association*

Table des matières

1. Introduction	5
2. L'évolution récente de l'inflation	6
L'inflation et la fourchette cible	6
Les facteurs à l'œuvre	7
3. La réalisation des cibles de maîtrise de l'inflation	16
4. Les perspectives en matière d'inflation	19
La demande et l'offre globales	19
Les facteurs temporaires qui influent sur l'inflation	21
Les mesures des attentes relatives à l'inflation . . .	21
Les indicateurs monétaires	24
5. Conclusions	26
Bibliographie	27

La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi mais le moyen par lequel la politique monétaire contribue à la bonne tenue de l'économie.
- Un bas taux d'inflation favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie et, partant, une amélioration de son potentiel de croissance au fil du temps.
- Grâce aux cibles de maîtrise de l'inflation, la politique monétaire est plus en mesure d'atténuer les variations cycliques du revenu et de l'emploi, et la Banque d'évaluer le potentiel de croissance de l'économie.

La politique monétaire comme outil

- Tout porte à croire que l'inflation est, à long terme, le résultat d'une expansion monétaire excessive. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable. Par l'influence qu'elle exerce sur les taux d'intérêt à court terme, la Banque s'emploie à imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la fourchette cible de maîtrise de l'inflation.

Les cibles

- En décembre 1993, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada se sont fixé comme objectif de maintenir la croissance annuelle de l'indice des prix à la consommation (IPC) dans une fourchette de 1 à 3 %.
- D'ici la fin de 1998, une nouvelle fourchette cible de maîtrise de l'inflation compatible avec la stabilité des prix sera définie.

Le suivi de l'inflation

- À court terme, la Banque se concentre sur l'IPC hors aliments, énergie et effet des impôts indirects, car une bonne part des variations de l'IPC global sont attribuables aux fluctuations passagères des prix des aliments et de l'énergie et aux modifications des impôts indirects. La Banque appelle cette mesure *l'indice de référence*.
- En longue période, les mesures de l'inflation fondées sur l'IPC global et sur l'indice de référence tendent à afficher des profils d'évolution similaires. Toutefois, si les deux indices devaient conserver des profils d'évolution divergents, la Banque ajusterait la trajectoire souhaitée pour le taux d'augmentation de l'indice de référence de façon à maintenir celui de l'IPC global à l'intérieur de la fourchette cible.

1. Introduction

Depuis la publication de la dernière livraison du *Rapport sur la politique monétaire*, l'économie canadienne a connu une progression sensiblement conforme aux pronostics. L'inflation est restée faible, l'activité économique a commencé à réagir à l'important assouplissement des conditions monétaires et la conjoncture internationale s'est montrée favorable.

L'assainissement rapide des finances publiques et les attentes d'une faible inflation ont soutenu le dollar canadien, de sorte que nos taux d'intérêt à court et à moyen terme sont restés nettement inférieurs à leurs pendants américains. À la faveur des bas taux d'intérêt, le niveau de l'activité dans le secteur privé a commencé à se redresser fortement et à faire contrepoids à l'effet de freinage que les restrictions imposées dans le secteur public ont eu sur les dépenses et la confiance des consommateurs. À l'échelle de l'économie, toutefois, la demande globale est demeurée bien en deçà des limites des capacités de production.

Dans ces circonstances, la Banque du Canada a veillé à ce que les conditions monétaires restent souples. Avec l'essor de l'activité économique, la politique monétaire aura pour défi de favoriser des conditions monétaires susceptibles de soutenir une expansion durable et de maintenir l'inflation tendancielle à un bas niveau au Canada.

L'assouplissement des conditions monétaires a donné lieu à une accélération de l'activité économique, et l'inflation reste faible.

Les données que renferme le présent rapport s'arrêtent au 22 avril 1997.

2. L'évolution récente de l'inflation

L'inflation mesurée par l'IPC a légèrement augmenté au cours des six derniers mois, en raison principalement de facteurs ayant une incidence temporaire. Les ressources inutilisées sur les marchés continuent toutefois d'exercer des pressions à la baisse, et l'inflation mesurée par l'indice de référence s'est maintenue dans la moitié inférieure de la fourchette de maîtrise de l'inflation visée par la Banque.

L'inflation mesurée par l'indice de référence s'est maintenue dans la moitié inférieure de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation.

L'inflation et la fourchette cible

Comme il a été prévu dans le précédent rapport, le taux d'augmentation sur douze mois de l'indice de référence est resté dans la moitié inférieure de la fourchette cible, bien qu'il se soit légèrement accru depuis l'automne 1996. En mars 1997, le taux d'inflation mesuré par cet indice se situait à 1,7 %, comparativement au creux de 1,2 % touché en septembre 1996 (Graphique 1).

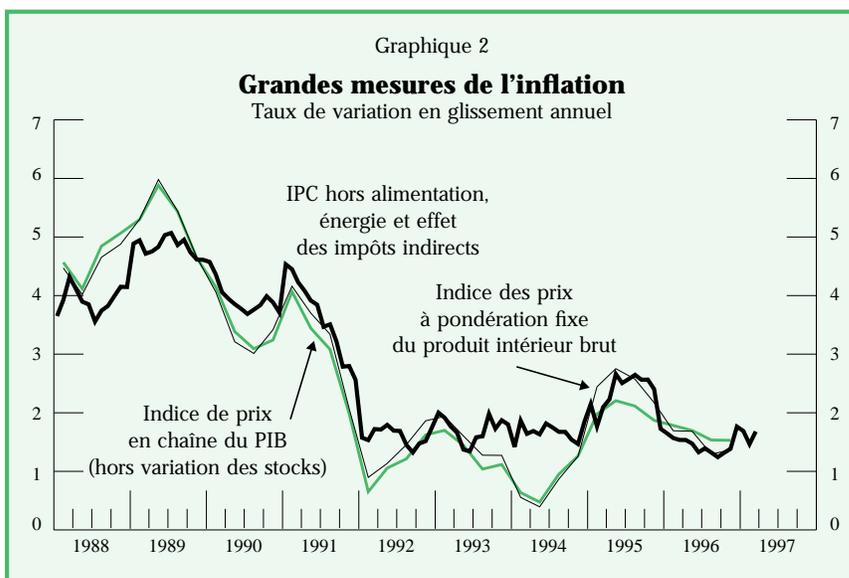
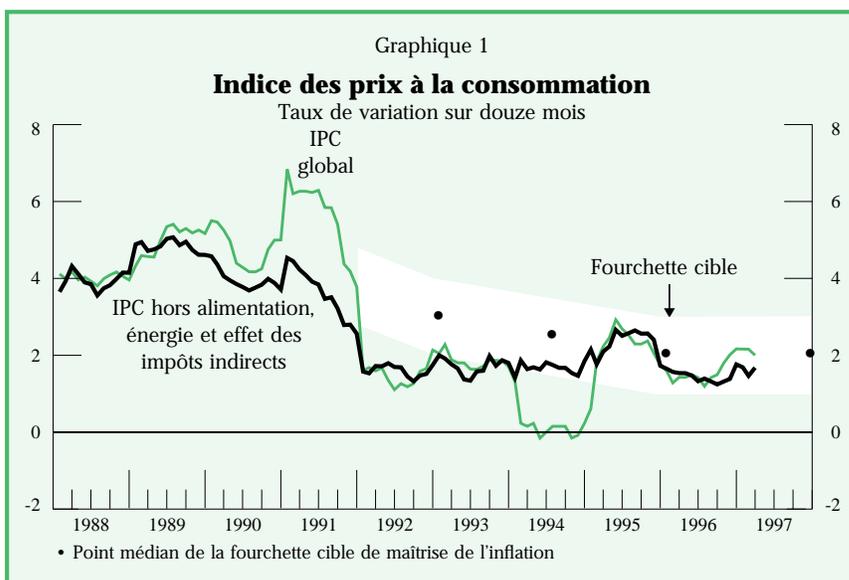
La hausse de l'indice de référence semble attribuable en grande partie à des facteurs transitoires, qui n'auront donc pas d'effet durable sur l'inflation, notamment une majoration des tarifs aériens due au renchérissement du carburant, une augmentation des coûts de l'assurance automobile en Ontario découlant de la refonte du système d'assurance imposée par le gouvernement de cette province et un certain rétablissement des marges bénéficiaires des détaillants.

La croissance sur douze mois de l'IPC global a été de 2,0 % en mars 1997, contre 1,5 % en septembre dernier. Cette hausse est due en partie à une montée des prix de l'énergie, qui ne devrait être que temporaire puisque les prix à la production ont considérablement baissé depuis la mi-janvier.

D'autres grandes mesures de l'inflation ont continué de fléchir au deuxième semestre de 1996.

En revanche, d'autres grandes mesures de l'inflation ont fléchi depuis la parution du dernier rapport, ce qui tient en partie à une détérioration des termes de l'échange (ratio des prix à l'exportation aux prix à l'importation). En glissement annuel, la hausse de l'indice des prix à pondération fixe du produit intérieur brut (PIB) a été de 1,4 % au quatrième trimestre de 1996, comparativement à 1,7 % au deuxième trimestre (Graphique 2). Le taux d'accroissement annuel de l'indice de prix en chaîne du PIB hors variation des stocks¹—une mesure des variations des prix qui tient compte des modifications de la composition de la dépense—a également baissé au cours de la même période pour s'établir à 1,5 %.

1. Dans le calcul de l'indice de prix en chaîne du PIB hors variation des stocks, les fluctuations trimestrielles des prix sont pondérées par la valeur en dollars courants des composantes de la dépense observée le trimestre précédent.

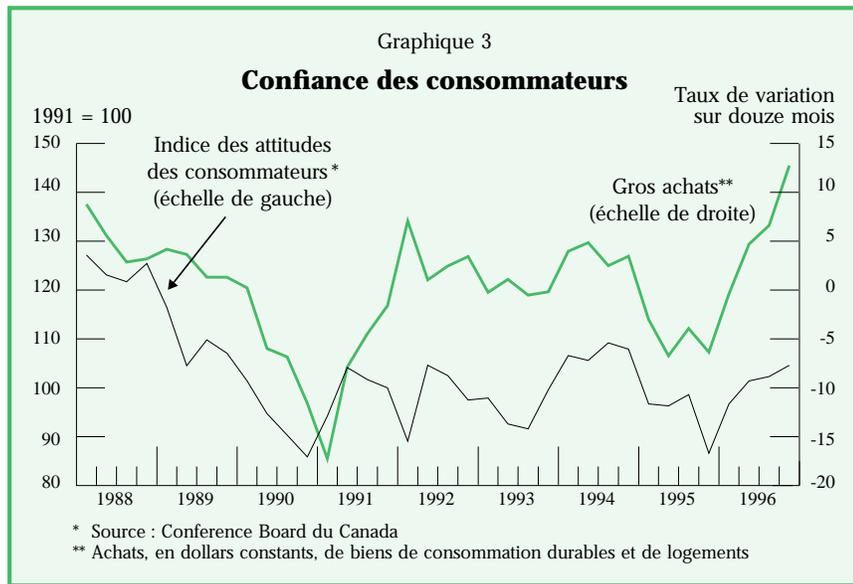


Les facteurs à l'œuvre

La demande et l'offre globales

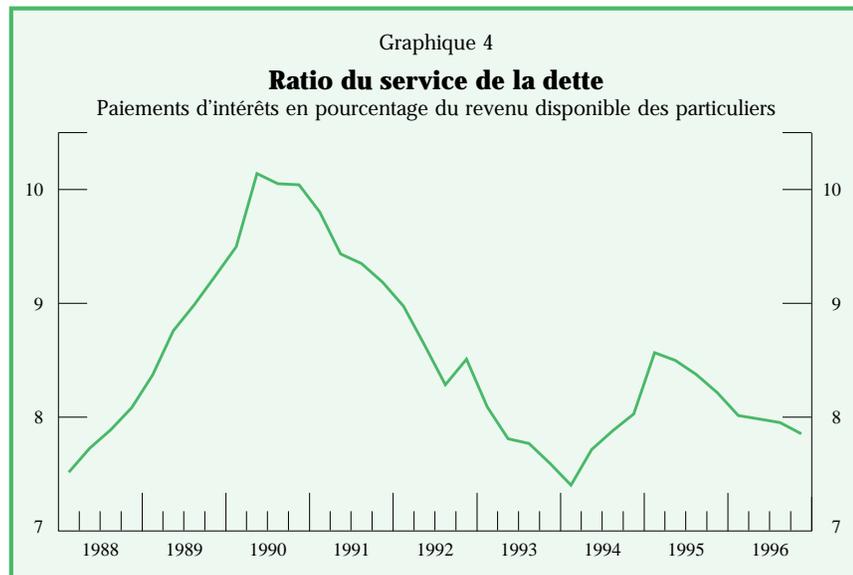
Comme l'on s'y attendait généralement, l'activité économique s'est vivement accélérée au second semestre de 1996. Le PIB en volume a progressé de 3 % en taux annuel au cours de cette période, contre un peu plus de 1 % au premier semestre. Les indices attestant d'un renforcement de la demande intérieure émanant des ménages et des entreprises ont été particulièrement encourageants.

L'accélération de l'activité économique au second semestre de 1996 a été sensiblement conforme aux prévisions.



Stimulée par le recul des taux d'intérêt, la demande des ménages a continué de se raffermir.

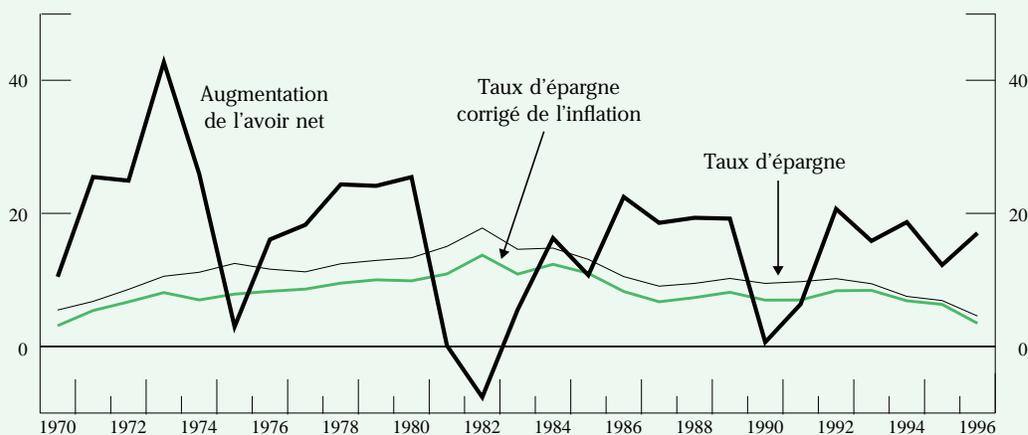
Les dépenses des ménages—notamment au titre du logement, des véhicules automobiles, des meubles et des appareils ménagers—ont enregistré une forte hausse au cours du dernier semestre de 1996. Les ménages estimant que leur situation financière s'est améliorée à court terme à la faveur du recul des taux d'intérêt, ils étaient plus disposés à faire de gros achats. On a donc constaté un regain de confiance chez les consommateurs (Graphique 3) en dépit du peu de progression du revenu disponible. L'allègement du service de la dette (Graphique 4), la situation financière somme toute assez bonne des ménages (Note technique 1), les gains



Note technique 1

Le taux de l'épargne personnelle et la situation financière des ménages

Certains observateurs disent craindre que les bas niveaux de l'épargne personnelle et l'endettement élevé des ménages n'empêchent ces derniers de contribuer de façon importante à l'expansion économique. Un examen plus attentif révèle que cela ne devrait pas être le cas.

Épargne personnelle et augmentation de l'actif net en pourcentage du revenu disponible

Source: Statistique Canada

La mesure du taux d'épargne la plus couramment utilisée a baissé de façon soutenue, même après correction de l'incidence de l'inflation*, entre 1982 et 1996. Les dépenses des ménages ayant vivement augmenté au quatrième trimestre de 1996, le taux d'épargne est tombé à 3,2 %. Toutefois, comme les taux d'intérêt sont bas et que l'économie progresse, rien n'empêche que le taux d'épargne reste à ce niveau pour un certain temps encore ou même baisse davantage pour un temps. La hausse de l'actif net des particuliers, une autre mesure de l'épargne**, témoigne d'une propension à épargner bien plus forte ces dernières années et accrédite ce scénario.

Même si l'endettement des ménages continue de croître par rapport à leur revenu disponible, le ratio de cet endettement aux actifs des ménages se maintient aux alentours de 18 %, après avoir baissé de façon marquée dans les années 80. Vu sous un autre angle, l'actif net du secteur des ménages a augmenté rapidement depuis quelques années grâce aux plus-values réalisées sur les marchés boursiers et obligataires. L'endettement et les actifs ne sont peut-être pas répartis de façon égale entre les ménages, mais le fait que la dette de ces derniers se présente aux trois quarts sous la forme d'emprunts hypothécaires à l'habitation donne à penser que la plupart des ménages endettés possèdent des actifs en contrepartie.

Le point essentiel à retenir, cependant, est que le fardeau du service de la dette des ménages a diminué considérablement depuis le début des années 90 à la faveur de la forte décline des taux d'intérêt. Conjugée à l'accroissement de l'actif net des ménages, cette baisse du service de la dette devrait contribuer à soutenir la reprise de l'économie canadienne.

* Pour obtenir des précisions sur la façon dont le taux d'épargne des particuliers est corrigé de l'incidence de l'inflation, voir Lau (1993).

** Par avoir net on entend la valeur des actifs (au prix courant) diminuée des engagements. Les actifs comprennent les actifs financiers et l'immobilier mais non les stocks de biens de consommation durables.

Les entreprises ont considérablement accru leurs dépenses d'investissement et commencé à reconstituer leurs stocks.

En revanche, la demande de produits canadiens à l'étranger s'est tassée vers la fin de l'année.

L'écart entre la production observée et la production potentielle s'est rétréci.

additionnels au chapitre de l'emploi dans le secteur privé (Note technique 2) et la demande refoulée de logements et de biens de consommation durables sont autant de facteurs qui ont eu une incidence positive à cet égard.

Les investissements fixes des entreprises ont aussi augmenté sensiblement au deuxième semestre de 1996, renouant avec la vigueur affichée du milieu de 1992 au milieu de 1995. Les entreprises ont continué de chercher à améliorer la productivité et à développer leurs capacités de production. Comme c'était le cas au début de la décennie, la hausse des dépenses observée en 1996 est venue surtout du côté des machines et du matériel, en particulier les ordinateurs et les autres types d'équipement de bureau. Les fabricants et les entreprises de télécommunications ont accru considérablement leurs dépenses d'investissement.

Les niveaux des stocks semblent bien équilibrés. De fait, les entreprises du secteur de la fabrication et du commerce de gros, qui avaient fortement réduit leurs stocks au début de 1996, ont commencé à les reconstituer au second semestre sous l'effet d'un redressement des ventes.

La progression marquée de la demande intérieure, liée notamment aux machines et au matériel, a favorisé un essor des importations en volume au deuxième semestre de 1996. À l'inverse, les exportations se sont contractées de façon prononcée vers la fin de l'année en dépit de l'expansion continue de l'économie américaine. La grève qui a eu lieu chez General Motors en octobre a entraîné une baisse temporaire du volume des exportations (et de la production) de véhicules automobiles au quatrième trimestre de 1996. Le recul des exportations s'explique également par l'affaiblissement de l'activité sur les marchés américains du logement et de l'automobile et par le tassement de la demande de machines et de matériel dans ce pays. En raison de ces facteurs et de la croissance vigoureuse des importations canadiennes de machines et de matériel, le solde de la balance courante est redevenu légèrement déficitaire vers la fin de l'année (Graphique 5).

Au second semestre de 1996, la demande globale a progressé un peu plus rapidement que la production potentielle. Il faut toutefois se rappeler que les estimations de la production potentielle sont imprécises et qu'elles se modifient en fonction des mutations structurelles de l'économie. Il convient donc de considérer les chiffres de la production potentielle et de l'écart de production comme des estimations ponctuelles à l'intérieur d'un large intervalle de confiance. À la fin de 1996, l'écart de production estimé par la Banque s'était rétréci pour se situer aux environs de 2,5 %, en baisse par rapport à l'estimation révisée de 3,0 % établie au milieu de l'année (Graphique 6)².

2. La légère révision à la baisse de 0,25 % environ de l'écart de production estimatif en milieu d'année tient à la réduction du taux d'activité tendanciel estimatif que la Banque utilise pour évaluer la production potentielle. Cette révision reflète le poids accru que la Banque a décidé d'accorder à l'évolution récente du taux d'activité dans son estimation du taux d'activité tendanciel (voir la Note technique 2 dans la livraison de mai 1996 du *Rapport sur la politique monétaire*).

Note technique 2

La création d'emplois dans le secteur privé

L'expansion économique que nous vivons a été marquée par une évolution divergente de l'emploi dans le secteur privé et le secteur public. Depuis que la production est revenue, à la mi-1993, au niveau atteint avant la récession, l'emploi a augmenté de 8,4 % dans le secteur privé mais reculé de plus de 6 % dans le secteur public, pour une progression globale nette de 5,9 %.

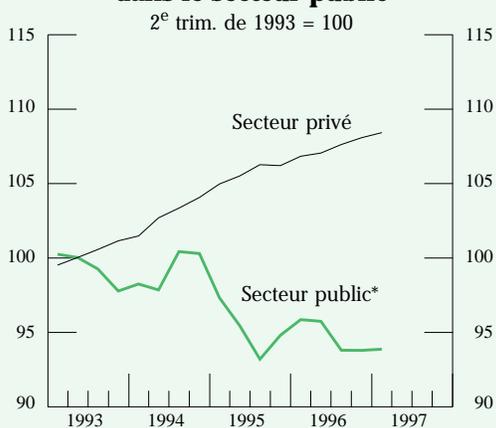
La création d'emplois a été particulièrement forte dans le secteur manufacturier et le secteur primaire non agricole. En outre, certaines branches du secteur des services, dont le commerce, les transports et les communications ainsi que les services aux collectivités, aux entreprises et aux particuliers, ont enregistré des gains importants depuis le milieu de 1993.

Après avoir augmenté considérablement au début de la décennie, l'emploi dans l'ensemble du secteur public a commencé à diminuer de façon marquée à la fin de 1994, diverses administrations publiques et leurs entreprises ayant mis en branle le processus de restructuration.

Dans le cadre de cette restructuration, certains services ont été transférés au secteur privé de même qu'une partie des salariés touchés. De plus, il est probable qu'un grand nombre des travailleurs ayant quitté le secteur public se soient installés à leur propre compte, ce qui a alimenté la croissance de ce groupe de travailleurs au cours des deux dernières années. Comme certains d'entre eux se sont orientés vers la fourniture de services aux entreprises et aux particuliers, il n'est pas étonnant que l'emploi ait progressé de façon soutenue dans cette branche d'activité.

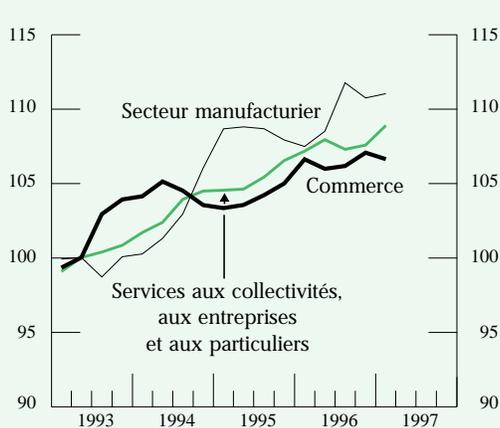
Le renforcement de la croissance de la production qui s'est amorcé au deuxième semestre de 1996 devrait continuer à stimuler la création d'emplois dans le secteur privé en 1997 et dans les années à venir.

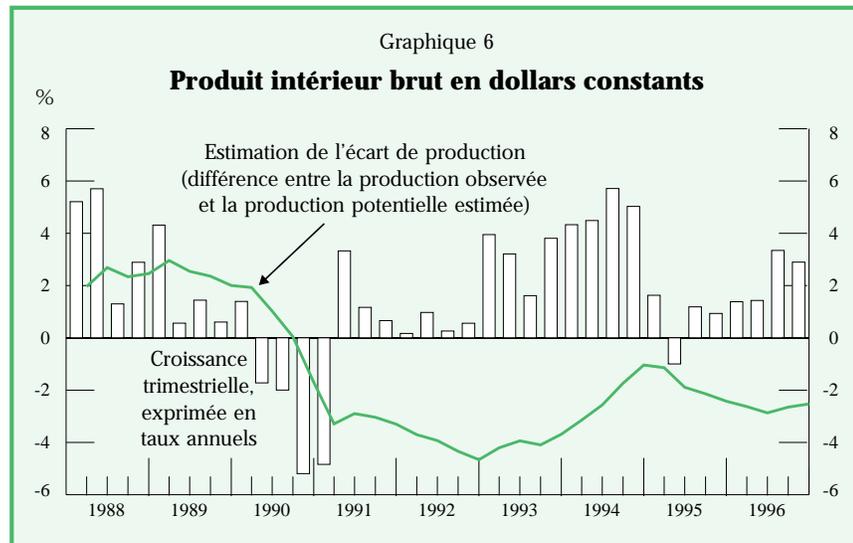
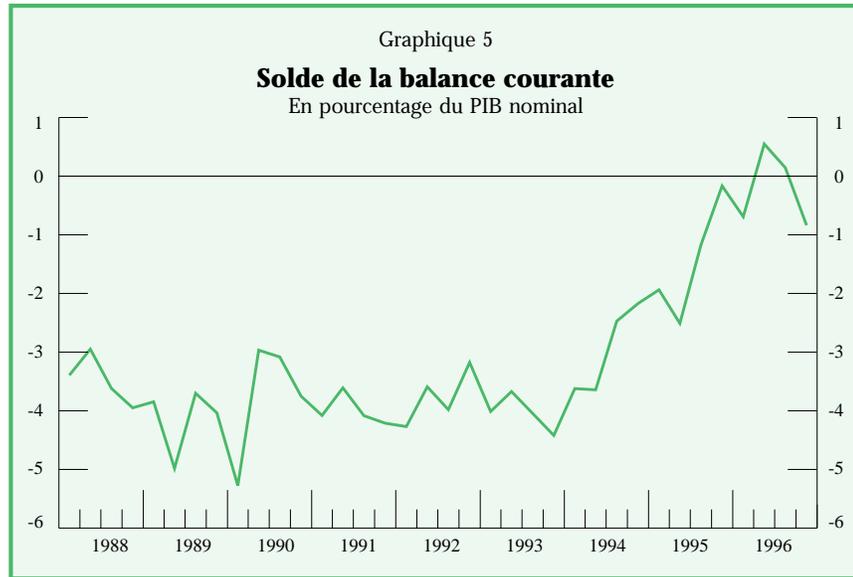
Emploi dans le secteur privé et dans le secteur public



* L'emploi dans ce secteur représentait 15 % de l'emploi total au 1^{er} trimestre de 1997.

Emploi par secteur
2^e trim. de 1993 = 100





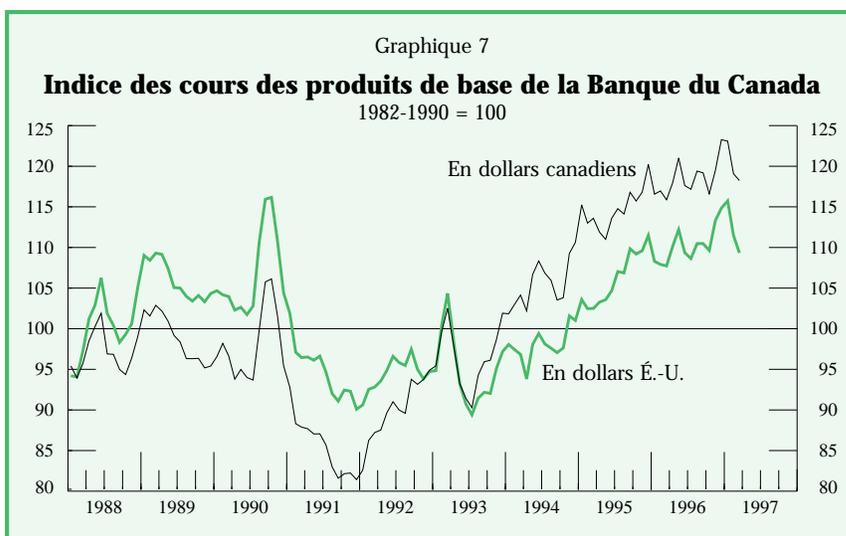
Le renchérissement passé du pétrole brut et du gaz naturel a contribué à la hausse récente de l'IPC.

Le taux de change et les prix des produits de base

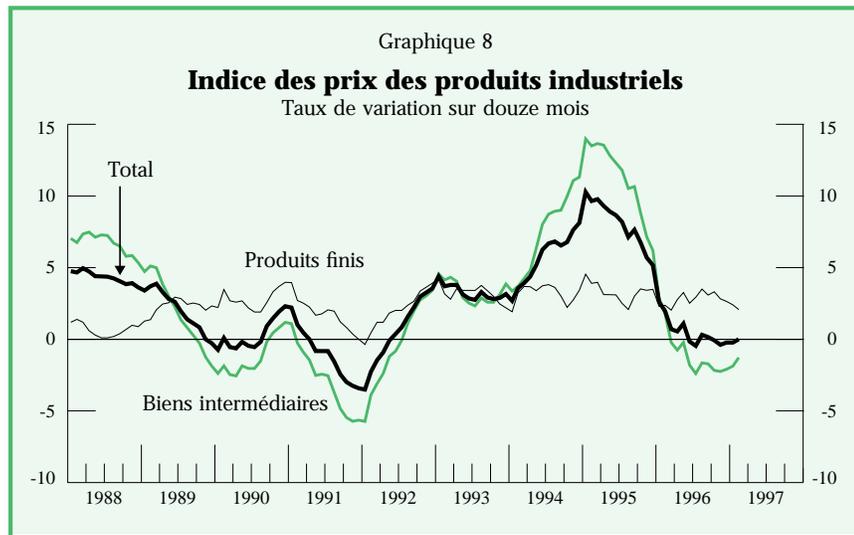
Les variations du taux de change se répercutent généralement sur l'indice de référence des prix à la consommation dans une proportion d'environ 20 % sur une période de deux ans. L'appréciation du dollar canadien au cours des deux dernières années devrait donc exercer de légères pressions à la baisse sur les prix à la consommation pendant au moins les douze prochains mois.

Les prix à la consommation ont ces derniers mois subi le contrecoup des hausses passées des prix à la production dans le secteur de l'énergie. Celles-ci ont touché directement les prix du mazout, de l'essence et du gaz naturel et indirectement ceux d'autres biens et services, comme les voyages par avion, qui entrent dans le calcul de l'indice de référence. Cependant, la vive augmentation des prix à la production du pétrole brut et du gaz naturel survenue en 1996 s'est inversée en grande partie depuis la mi-janvier à la faveur d'un adoucissement des températures. Ce renchérissement ne devrait donc avoir qu'un effet temporaire sur le niveau de l'IPC.

Les cours mondiaux des produits de base (exprimés en dollars É.-U.) sont demeurés fermes en moyenne depuis octobre dernier (Graphique 7). Les fluctuations de prix les plus prononcées ont été enregistrées par le pétrole brut et les métaux. Les cours des métaux se sont redressés par suite des nouvelles faisant état d'un raffermissement de la demande et d'une baisse des stocks.



Du côté de la production, l'Indice des prix des produits industriels n'a pratiquement pas varié sur douze mois (Graphique 8). En effet, le renchérissement des produits pétroliers a été contrebalancé par le fléchissement, dans les premiers mois de 1996, des prix obtenus par les producteurs canadiens de papier journal, de pâte à papier et de métaux.

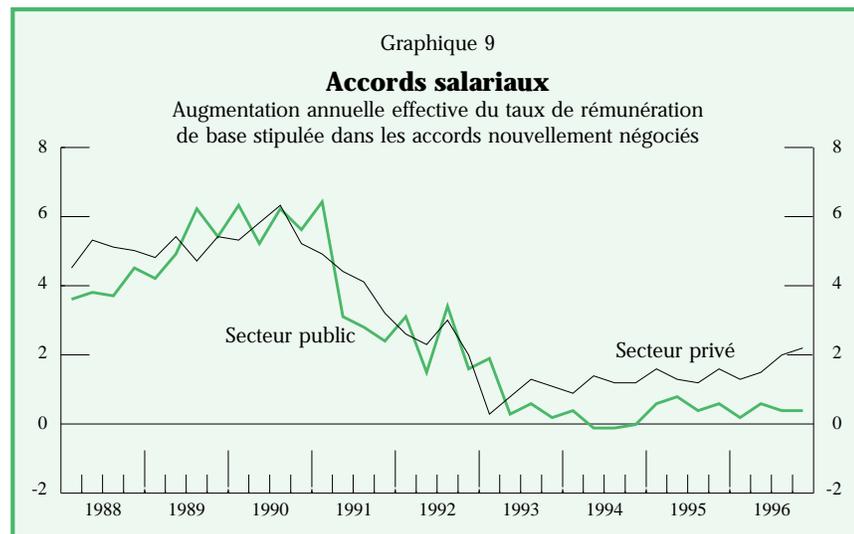


La hausse tendancielle des salaires enregistrée au deuxième semestre de 1996 a été similaire à celle observée au premier.

La maîtrise des coûts

La concurrence est vive sur les marchés canadiens des biens et services, ce qui a continué à pousser les producteurs à s'efforcer de maîtriser leurs coûts et d'accroître leur productivité. Dans l'ensemble, la hausse des coûts a été faible au deuxième semestre de 1996.

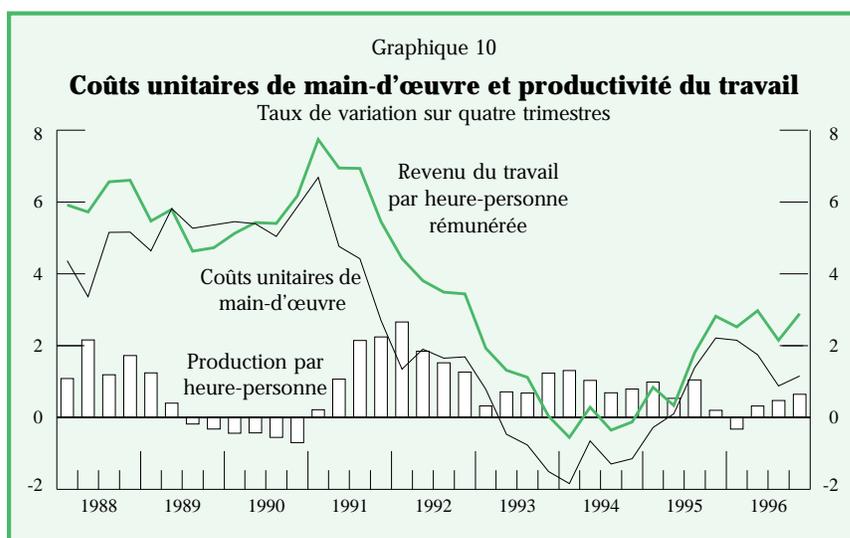
Pendant cette période, les salaires, qui sont la principale composante des coûts, ont poursuivi leur croissance modérée. Dans le secteur privé, la moyenne des hausses annuelles consenties a augmenté pour s'établir à 2,1 % (Graphique 9). Dans l'industrie automobile, elle a été de 3,5 %, tandis qu'elle s'est chiffrée à 1,5 % dans le reste du secteur privé. Au cours des



dernières années, les hausses accordées dans le secteur manufacturier ont été généralement élevées par rapport aux autres secteurs, en raison principalement des importants gains de productivité qui y ont été réalisés. Compte tenu du climat d'austérité budgétaire, les augmentations salariales consenties dans le secteur public au deuxième semestre de 1996 sont demeurées très faibles (0,4 %). Dans l'ensemble, sur la foi de ces chiffres et d'autres mesures du comportement des salaires, on estime que la hausse tendancielle de ces derniers (c'est-à-dire non compris les facteurs comme les modifications de la composition de l'emploi) a oscillé dans une plage de 1,5 à 2 % en glissement annuel, soit la même plage depuis quatre ans.

La productivité (production par heure-personne) s'est redressée quelque peu au deuxième semestre de 1996 par rapport à la croissance atone qu'elle avait affichée auparavant. Cette amélioration a contribué au fléchissement du taux d'accroissement sur quatre trimestres des coûts unitaires de main-d'œuvre (Graphique 10).

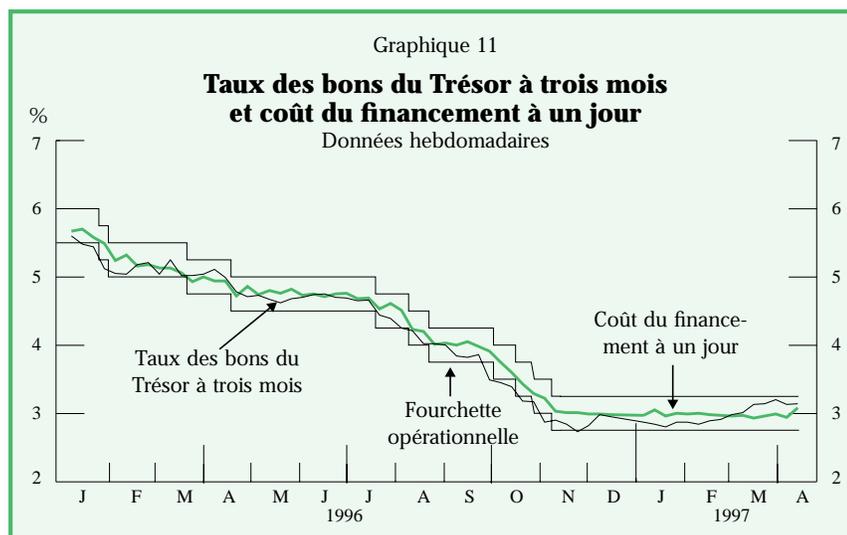
La productivité s'étant redressée, l'augmentation sur quatre trimestres des coûts unitaires de main-d'œuvre s'est ralentie.



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

La Banque a en gros maintenu les conditions monétaires au niveau atteint l'automne dernier.

Depuis la publication du dernier rapport, la Banque a cherché en gros à maintenir le niveau des conditions monétaires atteint à l'automne 1996. Afin d'empêcher celles-ci de se durcir par suite de l'appréciation du dollar canadien, la Banque a abaissé les limites de sa fourchette opérationnelle pour le taux du financement à un jour à quatre reprises en octobre et novembre. Le taux officiel d'escompte, qui correspond à la limite supérieure de la fourchette opérationnelle, a été réduit chaque fois d'un quart de point de pourcentage (Graphique 11). Il n'a pas varié depuis, et l'indice des conditions monétaires (ICM) a fluctué entre -5 et -6 (Graphique 12).

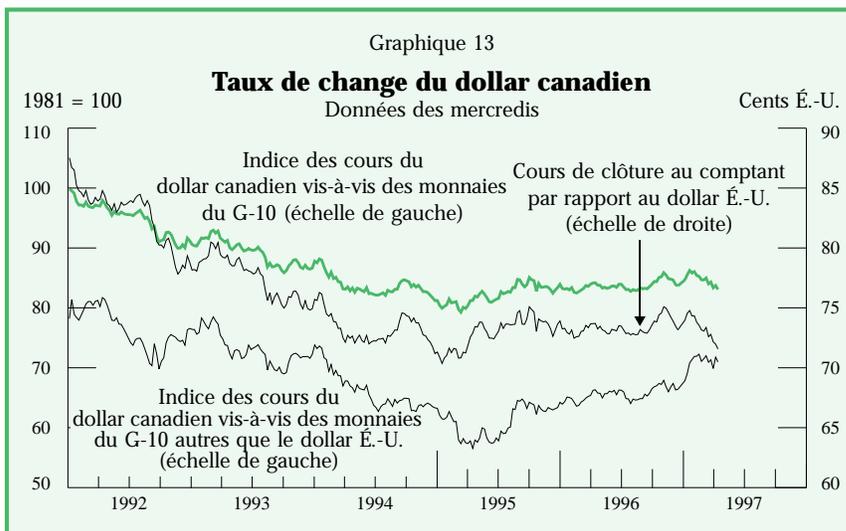
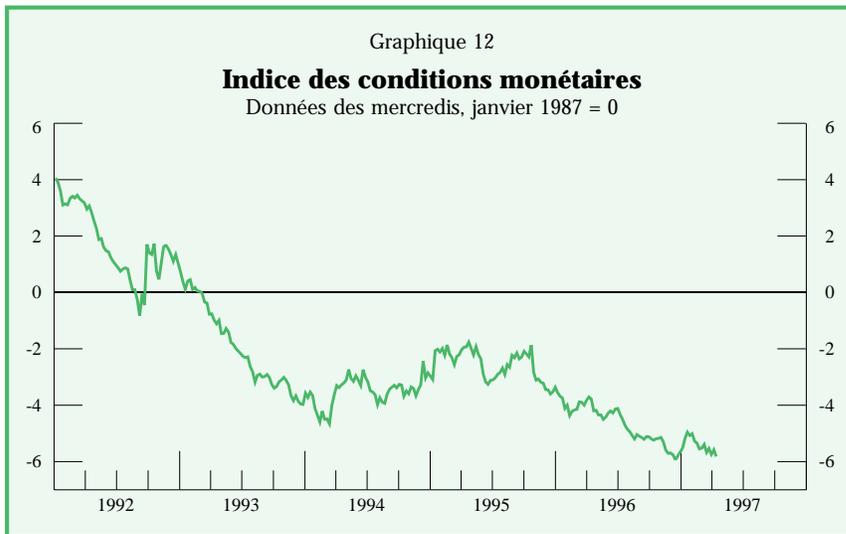


Le dollar canadien a fluctué par rapport à un dollar É.-U. vigoureux, mais il s'est raffermi en moyenne vis-à-vis des autres monnaies des pays du Groupe des Dix.

Les fluctuations de l'ICM sont largement imputables aux variations du taux de change (Graphique 13). L'évolution du dollar canadien a été grandement influencée par la forte remontée de la devise américaine par rapport à la plupart des autres grandes monnaies. Cette hausse a été soutenue par la robustesse de l'économie des États-Unis et par les attentes croissantes d'un redressement imminent des taux d'intérêt à court terme américains. Dans ces circonstances, le dollar canadien s'est affaibli par rapport au dollar américain, mais il a affiché une grande vigueur vis-à-vis des autres monnaies des pays du Groupe des Dix. Par rapport aux monnaies de l'ensemble du Groupe, le cours du dollar canadien, quoique assez volatil, est resté au-dessus des niveaux auxquels il s'est situé durant la majeure partie de 1996.

Durant la dernière semaine de mars, la Réserve fédérale des États-Unis a relevé le taux des fonds fédéraux d'un quart de point

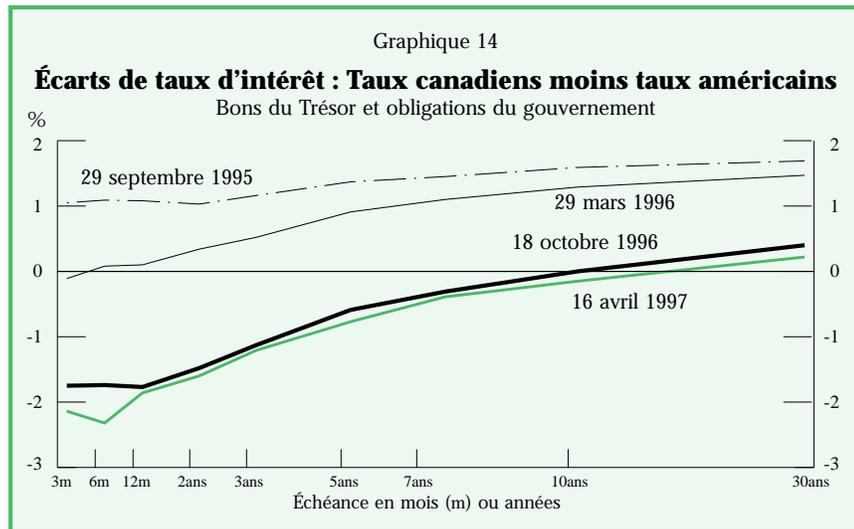
de pourcentage, hausse que les marchés financiers de ce pays avaient déjà en grande partie anticipée. Par la suite, ceux-ci ont réagi à la publication de nouveaux chiffres sur l'économie américaine en anticipant des mesures additionnelles de la part de la Réserve fédérale, ce qui s'est répercuté sur les autres marchés financiers dans le monde. Au Canada, les taux à court et à moyen terme se sont inscrits en hausse. De plus, le dollar canadien s'est à nouveau déprécié par rapport au dollar É.-U., mais il est resté ferme vis-à-vis des autres grandes monnaies. Dans l'ensemble, l'indice des conditions monétaires est demeuré à l'intérieur des limites dans lesquelles il a évolué ces derniers temps, mais l'incidence relative des taux d'intérêt et du taux de change s'est modifiée.



Soutenus par les attentes d'une appréciation du dollar

canadien, les taux d'intérêt au Canada peuvent demeurer inférieurs à leurs pendant américains.

Malgré la volatilité observée récemment, les marchés financiers canadiens continuent de bénéficier de facteurs fondamentaux positifs comme le faible taux d'inflation, la baisse des emprunts du secteur public et l'amélioration de la balance des paiements. Au cours des deux dernières années, ces facteurs ont donné lieu à une forte réduction des primes de risque exigées par les détenteurs d'avois canadiens, et ils continuent d'alimenter les attentes d'une appréciation future du dollar canadien. En conséquence, l'écart entre les taux canadiens et américains pour toutes les échéances allant jusqu'à 10 ans a pu rester négatif (Graphique 14).



4. Les perspectives en matière d'inflation

Dans l'évaluation qu'elle fait des perspectives en matière d'inflation, la Banque examine les principaux facteurs qui agiront sur l'équilibre entre la demande et l'offre globales au cours des quatre à six trimestres à venir. Elle considère aussi les indicateurs des attentes relatives à l'inflation et le rythme d'expansion de la masse monétaire lorsqu'elle se fait une idée de la trajectoire future de la production et de l'inflation ainsi que du niveau approprié des conditions monétaires.

La demande et l'offre globales

Au deuxième semestre de 1996, la dépense aux États-Unis s'est accrue davantage que prévu, ce qui a entraîné une légère hausse estimative de la demande excédentaire en fin d'année. Tout indique que la dépense a également été vigoureuse au premier trimestre de 1997. Le rythme d'augmentation du PIB réel devrait se ralentir au cours des trimestres à venir, à mesure que la croissance des exportations décélérera pour s'ajuster à l'évolution de la situation chez les principaux partenaires commerciaux des États-Unis. Le contraste entre le dynamisme de l'économie américaine et l'activité économique modérée dans les principaux pays d'outre-mer a poussé le dollar É.-U. à la hausse. Bien que l'inflation tendancielle (qui ne tient pas compte des prix des aliments et de l'énergie) ait continué de baisser lentement aux États-Unis, en partie à cause de l'appréciation du dollar et de l'effet modérateur des capacités de production inutilisées dans les pays d'outre-mer, certains signes indiquent que le resserrement des marchés du travail commence à exercer des pressions à la hausse sur les salaires. Les conditions monétaires se sont déjà durcies par suite de l'appréciation de la monnaie et du relèvement, en mars, du taux cible des fonds fédéraux. La Réserve fédérale pourrait néanmoins juger nécessaire d'augmenter une nouvelle fois les taux d'intérêt afin de prévenir une intensification des pressions inflationnistes et de soutenir ainsi l'expansion économique.

La progression de l'activité dans les principaux pays européens a été plus faible que prévu au cours du deuxième semestre de 1996, tandis qu'au Japon l'essor de la dépense a légèrement dépassé les prévisions. Grâce aux mesures passées d'assouplissement des conditions monétaires, l'expansion des économies européenne et japonaise devrait se poursuivre à un rythme modéré pendant le premier semestre de 1997.

Les cours des produits de base continueront probablement de subir des pressions à la baisse à court terme. Le prix du pétrole brut, en particulier, pourrait baisser davantage, à la faveur de l'augmentation de l'offre en provenance des pays non membres de

La demande extérieure devrait redevenir un facteur important de l'expansion de l'économie canadienne...

... et on s'attend à un nouveau renforcement de la demande intérieure.

l'OPEP et des corrections apportées au niveau des stocks, qui était très bas à la fin de 1996. Néanmoins, l'indice global des prix des produits de base devrait reprendre son léger mouvement de hausse vers le milieu de 1997, ce qui devrait soutenir la production au Canada. La plupart des matières industrielles devraient renchérir en moyenne, à mesure que les capacités excédentaires au sein de l'économie mondiale seront absorbées grâce à l'expansion de l'activité dans les principaux pays.

Tout compte fait, la demande extérieure devrait redevenir un facteur important de la croissance de l'économie canadienne au premier semestre de 1997, soutenue en cela par la solide position concurrentielle des entreprises canadiennes. Plus précisément, les exportations canadiennes devraient se redresser durant la première partie de 1997 par rapport au bas niveau auquel des facteurs temporaires, notamment la grève chez GM, avaient contribué à les faire tomber au quatrième trimestre de 1996.

Il y a également lieu de croire que la demande intérieure continuera de se raffermir. La baisse passée des taux d'intérêt devrait donner un nouveau souffle à la dépense des ménages. En effet, les bas taux d'intérêt conjugués à la demande refoulée de logements et de biens de consommation durables maintiendront vraisemblablement le rythme des emprunts des ménages aux niveaux plus élevés observés ces derniers temps. Le taux d'épargne des particuliers pourrait en conséquence rester bas pendant plusieurs trimestres. L'augmentation des composantes de la dépense sensibles aux taux d'intérêt ainsi que la reprise prévue de la forte croissance des exportations devraient stimuler l'emploi dans le secteur privé et, partant, alimenter la dépense des ménages. Cela devrait contrebalancer l'effet des facteurs agissant en sens opposé, en particulier les nouvelles mesures d'austérité budgétaire, et aider à neutraliser l'incidence du haut taux de chômage actuel sur la confiance des consommateurs. En outre, des sondages menés récemment par le Conference Board du Canada sur la confiance des entreprises, de même que l'enquête de Statistique Canada sur les intentions d'investissement pour 1997, révèlent que les dépenses en immobilisations devraient rester fermes au premier semestre.

Si l'on en juge par les facteurs externes et internes à l'œuvre, l'économie devrait continuer de progresser avec vigueur durant les six premiers mois de 1997. À notre avis, elle devrait amorcer le second semestre de l'année avec beaucoup de dynamisme compte tenu de l'important assouplissement des conditions monétaires qui a eu lieu. Par conséquent, la Banque prévoit encore une croissance moyenne voisine de 4 % au cours des quatre trimestres de 1997, ce qui devrait donner pour l'année un taux de croissance légèrement en deçà de 4 %. Par comparaison, les prévisionnistes du secteur privé ne tablent que sur un taux de croissance de 3,3 % pour

l'année. La Banque s'attend à ce que les capacités inutilisées dans l'économie continuent d'être absorbées durant 1998.

Les perspectives d'évolution décrites ci-dessus signifient que les pressions à la baisse qu'exercent les capacités de production excédentaires sur l'inflation mesurée par l'indice de référence continueront de se faire sentir au cours des prochains trimestres (Note technique 3). De même, la situation du marché du travail continuera de contenir toute pression importante à la hausse sur les salaires. Par ailleurs, on prévoit que l'expansion vigoureuse qui se poursuivra au cours de l'année se traduira par de nouveaux gains de productivité, ce qui aura également pour effet de limiter l'augmentation des coûts globaux. L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait par conséquent demeurer dans la moitié inférieure de la fourchette cible d'ici la fin de l'année.

Les facteurs temporaires qui influent sur l'inflation

La tendance à la hausse qu'a affichée le dollar canadien ces deux dernières années devrait se traduire par de légères pressions à la baisse sur l'IPC au cours des prochains mois. Le net recul enregistré antérieurement par les prix de nombreuses matières industrielles et le fléchissement récent des cours du pétrole brut et du gaz naturel devraient aussi contribuer à ralentir la hausse des prix à la consommation. Cependant, si la demande des ménages continue de se raffermir, les détaillants pourraient être en mesure d'augmenter leurs prix en vue d'accroître leurs marges bénéficiaires. Dans l'ensemble, l'influence nette des facteurs temporaires sur l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait être assez faible au cours des prochains trimestres.

Les attentes en matière d'inflation ont été stables ces derniers mois.

Les mesures des attentes relatives à l'inflation

Les attentes en matière d'inflation, qui agissent fortement sur la trajectoire future de l'inflation, sont influencées à la fois par l'évolution récente des prix et par la perception du public relativement aux cibles de maîtrise de l'inflation de la Banque. Plus les agents économiques ont confiance dans la capacité de la Banque d'atteindre les objectifs qu'elle s'est fixés, plus il est probable que la fourchette cible serve de balise au taux d'inflation attendu. Les attentes relatives à l'évolution de l'inflation à court terme ont été stables ces derniers mois. Les résultats de l'enquête régulière sur la confiance des entreprises canadiennes publiés en décembre par le Conference Board révèlent que 87 % des répondants s'attendaient à ce que l'inflation se situe à 2 % ou moins à court terme (Graphique 15).

Note technique 3

L'économie peut-elle progresser vigoureusement sans montée de l'inflation?

Au moment où l'économie canadienne entre dans une phase de forte expansion, de plus en plus d'observateurs se demandent si les bas taux d'inflation qui ont caractérisé ces dernières années peuvent durer. L'expérience vécue dans les années 80 montre que l'évolution de l'inflation est déterminée principalement par le niveau de l'offre ou de la demande excédentaire plutôt que par la vitesse à laquelle croît la production.

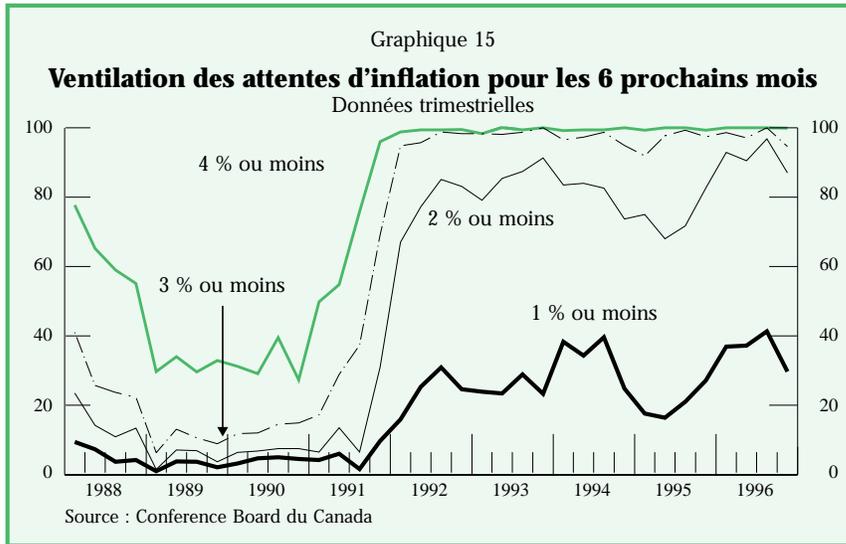
Comme l'indique le tableau ci-dessous, l'économie canadienne a connu durant la première moitié des années 80 une période de croissance vigoureuse sans montée concomitante de l'inflation. De fait, le taux d'augmentation annuel de l'IPC est tombé de près de 11 % en 1982 à 4 % en 1985. C'est seulement quelques années après, lorsque le niveau de la demande a dépassé la capacité de l'économie de produire des biens et services, que les pressions inflationnistes ont commencé à se manifester.

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Croissance du PIB (en %)	-3,2	3,2	6,3	4,8	3,3	4,2	5,0	2,5
Hausse de l'IPC (en %)	10,7	5,9	4,3	4,0	4,2	4,4	4,0	5,0
Écart de production estimatif* (en %)	-4,5	-4,4	-1,7	-0,5	-0,6	+0,3	+2,4	+2,6

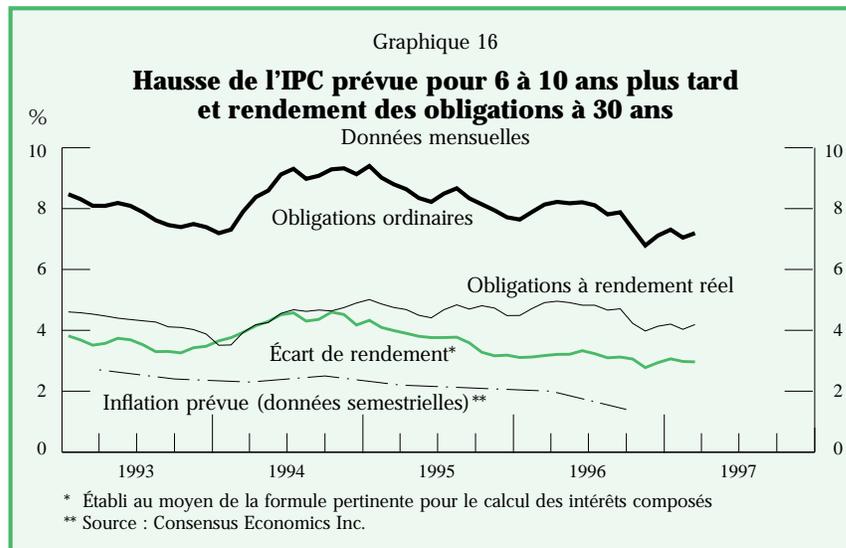
*L'écart de production est la différence, exprimée en pourcentage, entre le niveau de la production observée et celui qui est compatible avec un taux d'inflation stable (un écart négatif indique la présence d'une offre excédentaire).

Dans son rapport annuel pour 1989, la Banque a mentionné qu'étant donné la présence d'une importante demande excédentaire dans l'économie cette année-là, les prix à la consommation avaient augmenté plus rapidement qu'au cours de chacune des cinq années précédentes. Le taux d'inflation observé au Canada dépassait les taux enregistrés aux États-Unis et dans l'ensemble des cinq grands pays d'outre-mer. L'inflation s'était accélérée en dépit de l'influence modératrice qu'exerçaient sur les prix des produits faisant l'objet d'échanges internationaux l'appréciation du taux de change et le recul des prix en dollars É.-U. d'un bon nombre des ressources naturelles que le Canada exporte.

Étant donné la présence d'une offre excédentaire considérable à la fin de 1996 et en dépit de la vigueur de la demande que la Banque prévoit pour les mois à venir, l'économie canadienne devrait continuer à disposer d'une marge de capacités inutilisées à la fin de 1997, ce qui laisse présager le maintien de pressions à la baisse sur les prix.



Selon l'enquête trimestrielle que cet organisme a menée en mars auprès des prévisionnistes, le taux d'inflation mesuré par l'IPC global devrait se situer en moyenne à environ 2,0 % en 1997 et aux alentours de 1,9 % en 1998. Le taux d'inflation attendu pour 1997 est légèrement plus élevé que celui se dégageant de l'enquête menée six mois plus tôt. Les prévisions à plus long terme relatives à l'inflation publiées par Consensus Economics Inc. se situent elles aussi dans la moitié inférieure de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation (Graphique 16).



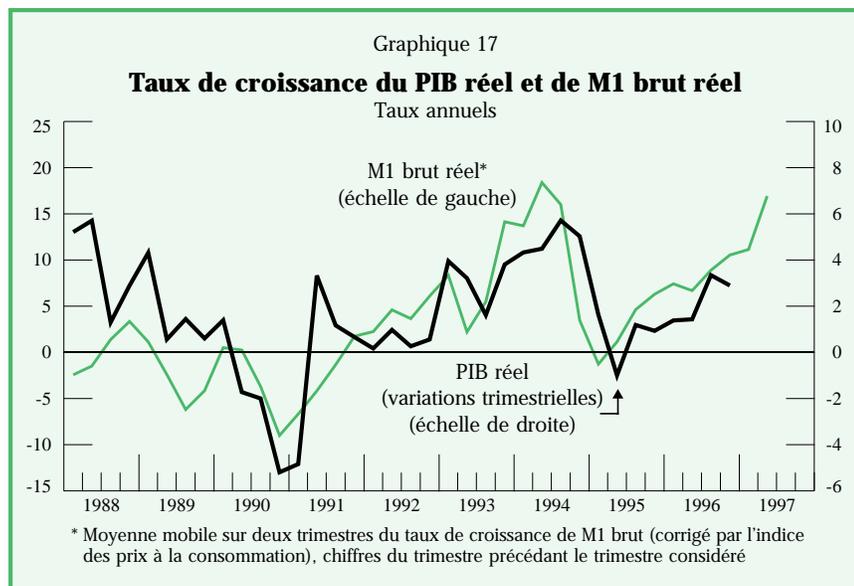
Toute modification sensible des attentes des investisseurs relativement à l'inflation est susceptible de se refléter dans l'écart de rendement entre les obligations ordinaires à long terme et les obligations à rendement réel du gouvernement fédéral. Comme cet écart a eu tendance à s'amenuiser depuis 1994, on pense que les marchés financiers tablent de plus en plus sur un bas taux d'inflation. Cependant, il est difficile de faire une estimation précise du taux d'inflation attendu implicite dans l'écart de rendement entre ces deux types d'obligations parce que celui-ci est également influencé par des facteurs tels que la liquidité et les préférences des investisseurs et par l'incertitude entourant l'inflation.

L'accélération de M1 indique que la croissance économique sera plus rapide...

Les indicateurs monétaires

Le taux de croissance de M1 (l'agrégat monétaire au sens étroit) a été supérieur à 10 % au cours des six derniers mois. Cette augmentation de la demande d'encaisses de transaction est due principalement aux bas taux d'intérêt résultant du climat de faible inflation et, jusqu'à un certain point, aux taux d'intérêt très compétitifs dont sont assortis les comptes courants depuis deux ou trois ans.

Par ailleurs, les données historiques montrent qu'une accélération de la valeur réelle de M1 est généralement suivie d'une augmentation du taux d'expansion du PIB réel (Graphique 17). Une hausse temporaire du taux d'accroissement de M1 est donc compatible avec le retour de l'économie canadienne à la pleine utilisation de ses capacités.

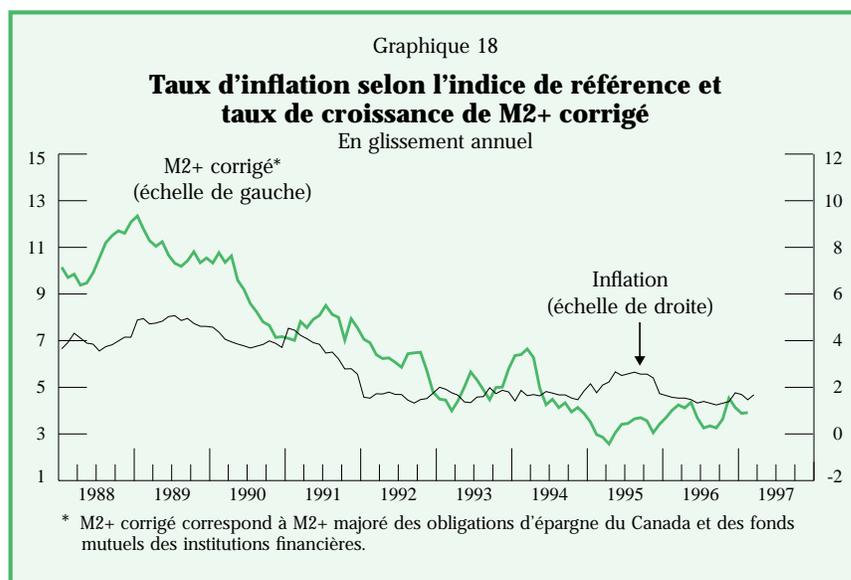


... mais l'évolution de cet agrégat devra être surveillée de près.

Cependant, si la croissance de M1 devait conserver une cadence aussi rapide en 1998, elle ne serait pas compatible avec le maintien d'un bas taux d'inflation. En conséquence, elle devra être surveillée de près.

L'évolution des agrégats monétaires au sens large, qui ont été de bons indicateurs de l'inflation à court terme, est devenue plus difficile à interpréter depuis cinq ans environ à cause de la vive expansion des fonds mutuels. Les titulaires de dépôts ont transféré une part sensible de leurs avoirs dans des fonds d'actions et d'obligations, qui ne sont pas compris dans l'agrégat M2+. Par conséquent, les mesures de la monnaie au sens large qui tiennent compte des composantes entre lesquelles s'est effectuée cette substitution ont progressé plus rapidement que M2+. Néanmoins, le rythme d'expansion des agrégats au sens large est resté modéré en général (Graphique 18). En se fondant sur la croissance de M2+ corrigé, on prévoit que l'inflation sera, en taux annualisés, d'environ 1,5 % au deuxième trimestre de 1997.

La croissance de la monnaie au sens large, même corrigée de l'essor des fonds mutuels, reste modérée.



La pente de la courbe des rendements est une autre variable dont on peut souvent tirer des renseignements sur l'évolution attendue de l'économie. Pendant les derniers trimestres, l'écart entre le taux de rendement des obligations à long terme du gouvernement et celui du papier commercial à 90 jours s'est établi à environ 4 points de pourcentage, ce qui est anormalement prononcé. Dans le passé, on a constaté que les écarts de cette ampleur étaient suivis l'année d'après d'une expansion rapide de l'activité.

5. Conclusions

Le taux d'inflation mesuré soit par l'indice de référence soit par l'IPC global a été quelque peu supérieur à ce qui avait été prévu au moment de la rédaction du précédent rapport. Cette légère hausse est toutefois attribuable en grande partie à des facteurs temporaires, et l'offre excédentaire continuant d'exercer des pressions à la baisse sur l'inflation, on s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence demeure dans la moitié inférieure de la fourchette cible au cours des six prochains mois.

L'évolution économique observée au second semestre de 1996 ainsi que certains indicateurs récents laissent présager la poursuite d'une expansion vigoureuse durant le reste de 1997 et en 1998. Un tel dynamisme a considérablement réduit les risques que la tendance de l'inflation glisse en deçà de la fourchette cible de 1 à 3 %.

Par conséquent, à moins que l'inflation ou les pressions de la demande n'évoluent de façon inattendue, la possibilité d'un nouvel assouplissement des conditions monétaires, que nous avons évoquée dans notre précédent rapport, s'est grandement estompée. En ce qui concerne le moyen terme, la Banque devra favoriser, à mesure que les capacités de production inutilisées seront absorbées, des conditions monétaires moins expansionnistes afin de maintenir la tendance de l'inflation à un bas niveau et, de ce fait, contribuer à une expansion durable de l'activité compatible avec la capacité de l'économie de produire des biens et des services.

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

Bibliographie

- Banque du Canada (1991). «Cibles de réduction de l'inflation : Communiqué et documentation à l'appui», *Revue de la Banque du Canada*, mars, p. 3-21.
- _____ (1991). «Les cibles de réduction de l'inflation : autres considérations d'ordre pratique et questions de mesure», *Revue de la Banque du Canada*, septembre, p. 3-23.
- _____ (1993-1994). «Déclaration du gouvernement et de la Banque du Canada au sujet des objectifs de la politique monétaire», *Revue de la Banque du Canada*, hiver, p. 85-86.
- Conference Board du Canada (1997). *Indice des attitudes des consommateurs*, hiver.
- _____ (1997). *Indice de confiance des entreprises*, hiver.
- _____ (1997). *Survey of Forecasters*, mars.
- Consensus Economics Inc. (1991-1996). *Consensus Forecasts*, divers numéros.
- Lau, Hung-Hay (1993). «Note sur l'évolution récente du taux d'épargne des particuliers au Canada», *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 57-67.