

BANQUE DU CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

– mai 1999 –

Dollar d'argent du centenaire de la Bibliothèque du Parlement. La pièce dont le revers est reproduit en page couverture a été frappée en 1976 pour marquer le 100^e anniversaire de l'inauguration de cette magnifique bibliothèque, la seule partie de l'édifice du Centre original ayant survécu au désastreux incendie qui a ravagé les édifices du Parlement en 1916. La Bibliothèque du Parlement, qui est encore en usage aujourd'hui, constitue l'une des principales attractions touristiques d'Ottawa.

La pièce reproduite est l'œuvre de John Mardon.

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

3251
CN ISSN 1201-8783

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— mai 1999 —

La volatilité qui continue de régner sur les marchés obligataires et sur les marchés des changes, et ce, malgré le fait que l'inflation soit faible depuis près d'une décennie, peut être attribuée en partie aux incertitudes qui persistent à l'égard de l'évolution future des prix. À la Banque du Canada, nous sommes d'avis que la meilleure façon d'atténuer ces préoccupations est d'énoncer clairement notre objectif et notre stratégie en matière de politique monétaire, de soumettre nos analyses économiques à un examen externe et de publier toutes les données pertinentes.

- Gordon Thiessen

La conférence commémorative Tony Hampson

*Allocution prononcée devant l'Institut C.D. Howe
Toronto (Ontario)
le 11 mars 1999*

TABLE DES MATIÈRES

1. Introduction	5
2. L'évolution récente de l'inflation	6
L'inflation et la fourchette cible	6
Les facteurs qui influent sur l'inflation	10
3. La réalisation des cibles de maîtrise de l'inflation	15
4. Les perspectives en matière d'inflation	20
La conjoncture internationale	20
La demande et l'offre globales au Canada ..	23
Les facteurs temporaires qui influent sur l'inflation	25
La maîtrise des coûts	27
La mesure des attentes relatives à l'inflation	27
Les indicateurs monétaires	28
Les prévisions relatives à l'inflation	30
5. Conclusions	31
Bibliographie	32

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; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.
- Un bas taux d'inflation favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie et, partant, une amélioration de sa croissance au fil du temps.
- Les cibles de maîtrise de l'inflation font en sorte que la politique monétaire contribue à atténuer les variations cycliques du revenu et de l'emploi, et elles permettent à la Banque de mieux évaluer le potentiel de croissance de l'économie.

L'outil de la politique monétaire

- La Banque du Canada tire parti de l'influence qu'elle exerce sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la fourchette cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'a une modification des conditions monétaires sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada ont annoncé conjointement l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener l'inflation au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. En décembre 1993, il a été décidé de maintenir cette fourchette jusqu'à la fin de 1998. En février 1998, son application a été prolongée jusqu'à la fin de 2001.
- Le gouvernement et la Banque comptent établir, d'ici la fin de 2001, quelle cible à long terme de la politique monétaire est compatible avec la stabilité des prix.

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix des aliments et de l'énergie et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque se concentre sur l'IPC hors alimentation, énergie et effet des impôts indirects, mesure qu'elle appelle *indice de référence*.
- En longue période, les mesures de l'inflation fondées sur l'IPC global et sur l'indice de référence tendent à présenter des profils d'évolution similaires. Toutefois, si les deux indices devaient afficher de façon persistante des profils d'évolution divergents, la Banque ajusterait la trajectoire souhaitée pour le taux d'augmentation de l'indice de référence de façon à ramener celui de l'IPC global à l'intérieur de la fourchette cible.

1. INTRODUCTION

Il y a six mois, au moment de la parution de la dernière livraison du *Rapport sur la politique monétaire*, le climat économique et financier international était agité et très incertain en raison de la crise qui sévissait en Asie et des retombées de la déclaration par la Russie d'un moratoire sur le remboursement de sa dette. De nombreuses économies à marché émergent, surtout en Amérique latine, étaient aux prises avec des fuites massives de capitaux. Devenus nerveux, les investisseurs se sont mis en quête d'un abri sûr pour leurs placements, de sorte que les taux de rendement des titres de dette des pays à marché émergent ont augmenté de façon prononcée par rapport à ceux des titres d'autres pays, et les taux des obligations des sociétés ont fait de même dans les pays industriels relativement aux obligations d'État.

Depuis, la situation sur les marchés financiers mondiaux s'est améliorée. Les réductions de taux d'intérêt opérées par les banques centrales de tous les grands pays ont contribué à restaurer la confiance des investisseurs. En Asie du Sud-Est, les marchés financiers se sont stabilisés, des réformes structurelles sont en cours et les perspectives d'une reprise graduelle cette année et l'an prochain sont bonnes. Au Brésil, les autorités se sont résolument attelées à la tâche : elles ont notamment adopté un régime de changes flottants et ont décidé, avec l'appui du Fonds monétaire international, de mettre en place un programme d'ajustement révisé prévoyant un train de mesures budgétaires énergiques. Par ailleurs, les marchés financiers semblent être mieux à même d'évaluer et de distinguer les divers risques de crédit.

Néanmoins, une grande incertitude continue de planer sur les perspectives de l'économie mondiale, et d'importants risques subsistent. Les investisseurs sont plutôt hésitants à réinjecter de façon soutenue des capitaux dans les économies à marché émergent et attendent pour cela de voir si les politiques annoncées dans un certain nombre de pays clés seront complètement mises en œuvre. Parallèlement, il existe une disparité marquée au chapitre de la tenue économique entre les pays du Groupe des Sept (G7). Le Japon est toujours en profonde récession, et les plus récents indicateurs laissent entrevoir un ralentissement de l'activité en Europe. À l'opposé, l'expansion aux États-Unis se poursuit à un rythme rapide, surpassant la plupart des attentes.

Au Canada, l'économie a connu un regain de vigueur au cours des six derniers mois, à la faveur de la forte croissance aux États-Unis, de la présence de conditions monétaires expansionnistes et du retour à la normale après les perturbations de la production survenues l'été dernier. Durant cette période, l'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée près de la limite inférieure de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 % visée par la Banque, à des niveaux un peu plus bas que prévu.

Il y a six mois, le climat financier international était agité et très incertain.

Depuis, la situation s'est améliorée...

... mais une grande incertitude continue de planer sur les perspectives de l'économie mondiale, et d'importants risques subsistent.

Au Canada, l'économie a repris de la vigueur, et l'inflation demeure à de bas niveaux.

Les données que renferme le présent rapport s'arrêtent au 5 mai 1999.

Le retour au calme sur les marchés financiers mondiaux a permis à la Banque de se concentrer à nouveau sur le maintien de l'inflation à l'intérieur de la fourchette cible.

La question de l'incertitude entourant les estimations de la capacité de production de l'économie revêt beaucoup d'importance à l'heure actuelle.

Depuis la dernière livraison du Rapport, l'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée près de la limite inférieure de la fourchette visée par la Banque...

... sous l'effet des pressions à la baisse que continuent d'exercer la présence de capacités excédentaires ainsi que la réduction des tarifs des appels interurbains et des prix des produits informatiques.

Le retour au calme sur les marchés financiers mondiaux a permis à la Banque du Canada de se concentrer à nouveau sur le maintien de l'inflation à l'intérieur de la fourchette cible et d'inverser complètement le relèvement de 100 points de base des taux d'intérêt à court terme qui s'était avéré nécessaire en août dernier pour apaiser les investisseurs. La réduction a été réalisée entre septembre 1998 et mars 1999 en quatre baisses de 25 points de base chacune. Le 4 mai, la Banque a une fois de plus abaissé de 25 points de base les taux d'intérêt à court terme pour favoriser la poursuite de l'expansion économique et le maintien de la tendance de l'inflation bien à l'intérieur de la fourchette cible l'année prochaine.

À l'heure actuelle, la question de l'incertitude entourant les estimations de la capacité de l'économie de produire des biens et services revêt beaucoup d'importance pour la Banque. Les investissements considérables effectués dans la technologie ces dernières années et les diverses mesures prises en vue de dynamiser les marchés des biens et services et du travail devraient avoir une incidence favorable sur la capacité de production de l'économie. Cependant, il est difficile d'évaluer l'ampleur de ces effets. Ce point est examiné dans la section consacrée aux perspectives en matière d'inflation.

2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

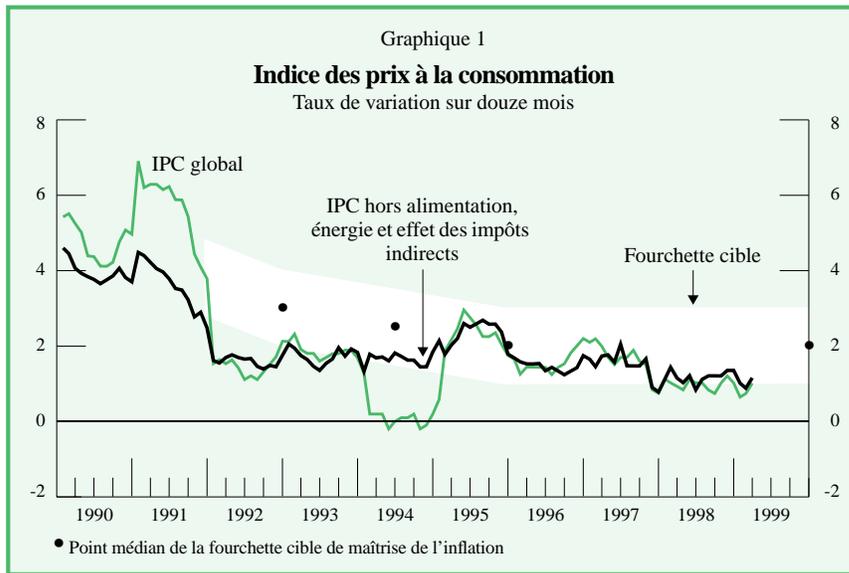
Au cours des six derniers mois, l'inflation mesurée par l'indice de référence (IPC hors alimentation, énergie et effet des modifications des impôts indirects) est demeurée près de la limite inférieure de la fourchette de maîtrise de l'inflation visée par la Banque, se maintenant à des niveaux un peu plus bas que prévu.

L'inflation et la fourchette cible

Le taux d'accroissement sur douze mois de l'indice de référence était de 1,2 % en mars, demeurant ainsi inchangé par rapport à septembre dernier (Graphique 1). Deux autres mesures statistiques de l'inflation tendancielle (IPCX et IPCP)¹ dont la Banque suit l'évolution se situent sensiblement au même niveau que l'inflation mesurée par l'indice de référence (Graphique 2).

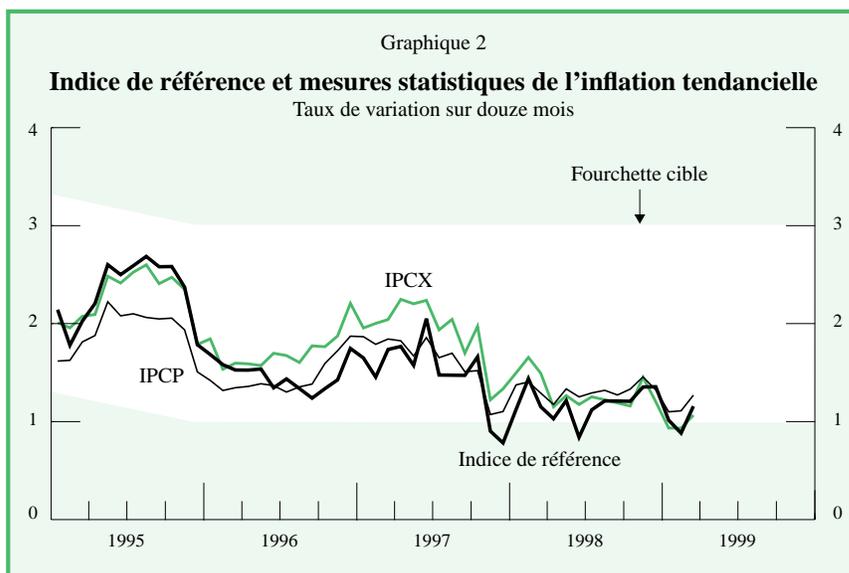
Plusieurs facteurs continuent d'exercer des pressions à la baisse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence, dont les principaux sont la présence de capacités de production excédentaires et de très modestes augmentations des coûts unitaires de main-d'œuvre. En outre, la réduction des tarifs des appels interurbains et des prix des produits informatiques a été particulièrement prononcée récemment. Cette réduction, qui s'explique par les progrès techniques, la déréglementation du secteur des télécommunications et par la diminution du coût des composants d'ordinateur importés, a été plus importante que prévu.

1. La mesure IPCX exclut les huit composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des impôts indirects sur les autres composantes. La mesure IPCP multiplie chacune des pondérations des composantes du panier de l'IPC par une pondération additionnelle qui est inversement proportionnelle à la variabilité de la composante. Pour plus de renseignements à ce sujet, voir la Note technique 1 de la livraison de novembre 1997 du *Rapport*.



Parallèlement, les pressions à la baisse qui se sont exercées sur l'inflation ont été atténuées par deux autres facteurs. Premièrement, les attentes voulant qu'à long terme l'inflation s'établisse près du milieu de la fourchette cible ont aidé à modérer le repli de l'inflation mesurée par l'indice de référence. Deuxièmement, la diminution de 10 % environ qu'a subie la valeur du dollar canadien par rapport à la devise américaine entre l'automne 1997 et les derniers mois de 1998 s'est traduite par un renchérissement de la plupart des biens et services non énergétiques importés au cours de la dernière année. Jusqu'à maintenant toutefois, ces hausses n'ont eu qu'une incidence limitée sur les prix à la consommation, en partie à cause des décalages avec lesquels les variations des prix à l'importation se répercutent habituellement sur les prix à la consommation. De plus, cette incidence a

La baisse de 10 % environ qu'a subie la valeur du dollar canadien par rapport à la devise américaine entre l'automne 1997 et les derniers mois de 1998 a poussé à la hausse les prix à la consommation durant la dernière année.

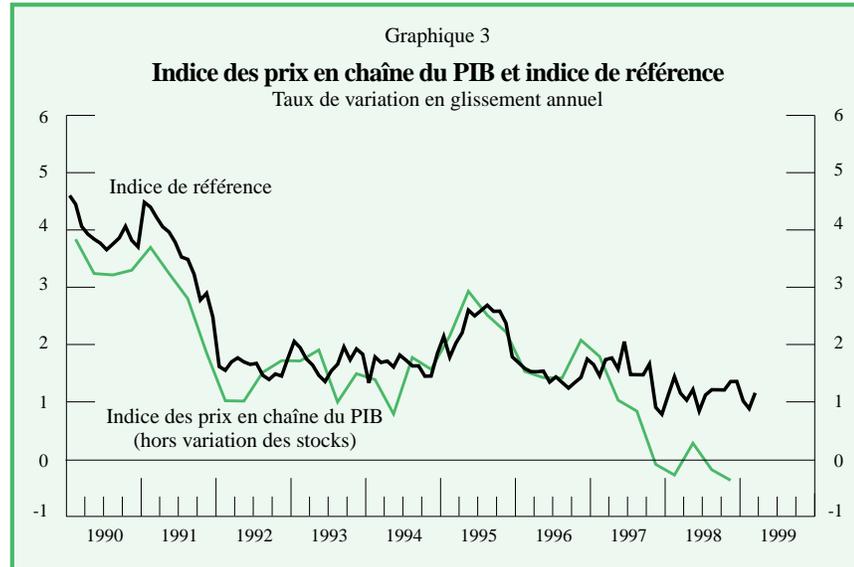


été légèrement plus faible que prévu, en raison peut-être de la vive concurrence qui existe dans le commerce de détail.

La croissance sur douze mois de l'IPC global était de 1,0 % en mars, contre 0,7 % en septembre dernier. Les prix à la consommation de l'énergie ont cessé de reculer (en glissement annuel) depuis que les cours du pétrole brut se sont mis à monter.

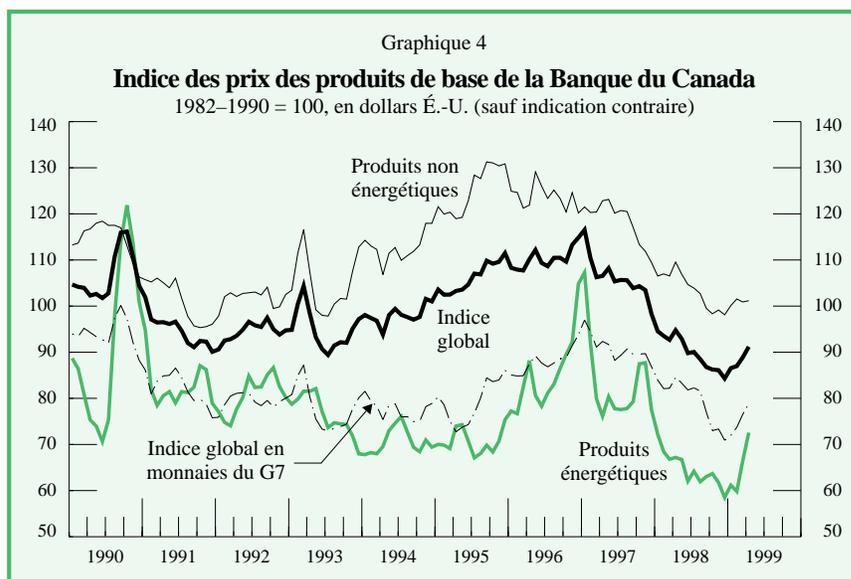
L'indice des prix en chaîne du PIB a fléchi durant la dernière année...

L'indice des prix en chaîne du PIB, une mesure du niveau des prix de l'ensemble des biens et services produits au Canada, s'est inscrit en baisse durant la dernière année (Graphique 3). Ce repli est attribuable en partie aux effets de la chute des cours mondiaux des produits de base que le Canada exporte. Les hausses sur quatre trimestres des indices de prix en chaîne se sont accélérées quelque peu tant dans le cas des produits de consommation que dans celui des biens d'équipement durant le deuxième semestre de 1998, en raison de l'accroissement des coûts des importations dû à la dépréciation du dollar canadien.



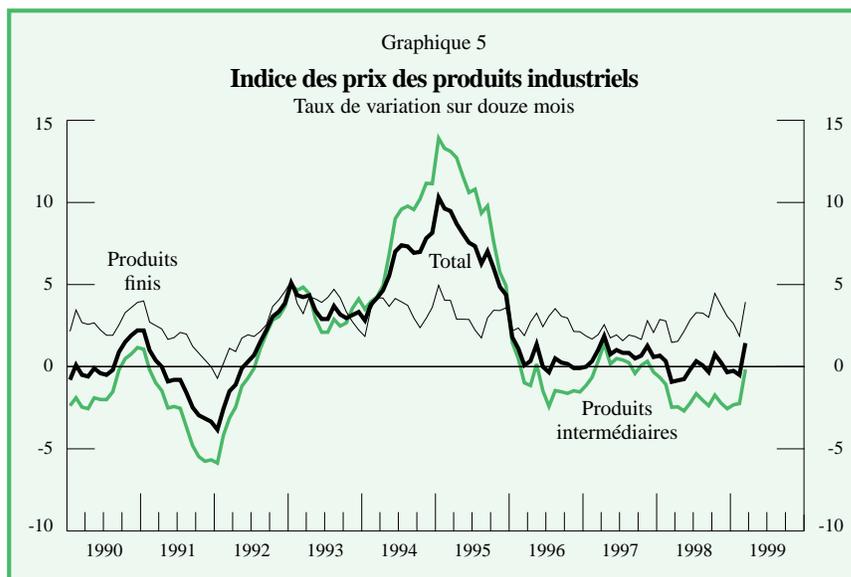
... en raison du repli marqué des cours mondiaux des produits de base.

Les prix des produits de base non énergétiques ont continué de diminuer durant le deuxième semestre de 1998 (Graphique 4), par suite d'un nouvel accès de faiblesse de la demande mondiale, imputable surtout à l'évolution de la situation au Japon et dans divers pays à marché émergent, ainsi que de la croissance continue de l'offre. Par exemple, les récoltes plus abondantes que prévu ont contribué au recul des prix des céréales, tandis que l'augmentation de l'offre a fait baisser de façon marquée les prix du bétail. La mise en service de nouvelles capacités dans le secteur minier au cours des deux dernières années est venue accentuer l'offre excédentaire sur les marchés des métaux (laquelle découlait du tassement important de la demande en Asie et en Russie). Cependant, les prix des produits de base non énergétiques se sont un peu redressés depuis la fin de 1998, sous l'impulsion de la demande vigoureuse aux États-Unis et d'ajustements au niveau de l'offre.



L'incapacité des principaux producteurs de pétrole de réduire leur production en réaction à la faiblesse de la demande a entraîné d'autres diminutions sensibles des cours du pétrole brut jusqu'à la fin de 1998. Toutefois, ceux-ci ont fait un bond en mars, à la suite d'un accord de limitation de la production conclu entre les pays membres de l'OPEP et d'autres producteurs.

Du côté du secteur manufacturier, l'indice des prix des produits industriels a enregistré une modeste progression au cours de l'année écoulée (Graphique 5). La chute des cours des matières premières a poussé à la baisse les prix de la plupart des produits intermédiaires manufacturés. En revanche, les prix à l'exportation en dollars canadiens de nombreux produits finis pour lesquels les contrats à long terme sont établis en dollars É.-U. ont augmenté par suite de la dépréciation du dollar canadien vis-à-vis de la monnaie américaine.



Les facteurs qui influent sur l'inflation

La demande et l'offre globales

Le rythme de l'activité économique au Canada s'est accéléré considérablement...

... à la faveur de la vigueur de l'économie américaine et de la fin des arrêts de travail dans l'industrie automobile, qui ont eu pour effet de stimuler les exportations.

Les dépenses des ménages ont augmenté à un rythme plus modéré au second semestre de 1998, mais leur croissance s'est accélérée au début de 1999.

La croissance des investissements des entreprises s'est tassée au second semestre de 1998...

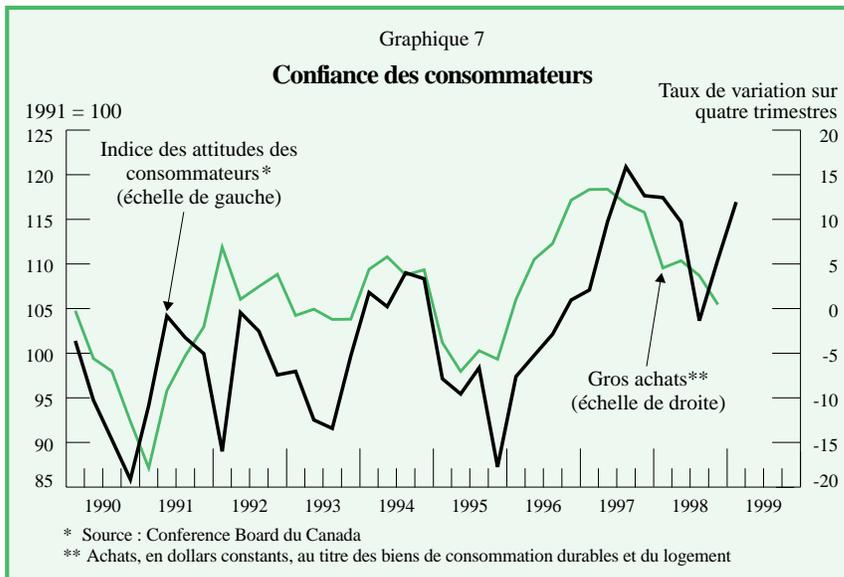
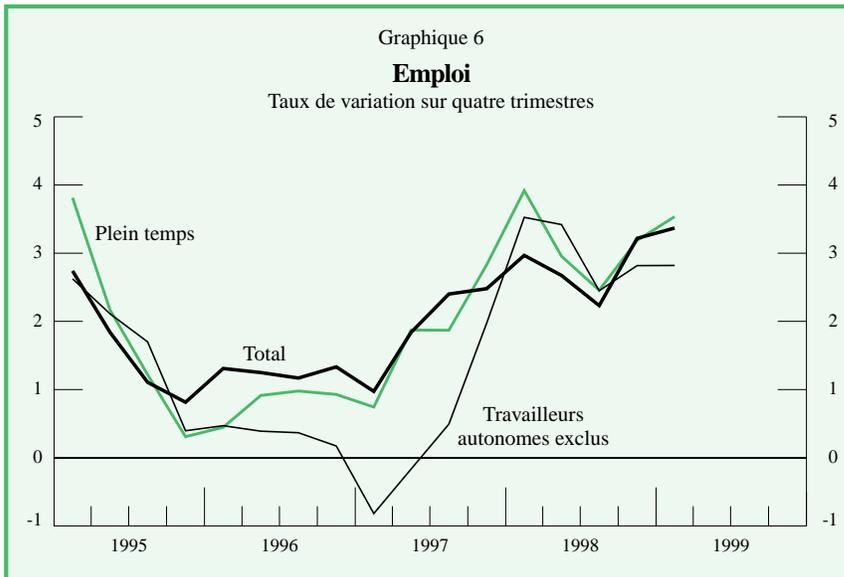
Le rythme d'expansion de l'activité économique s'est accéléré considérablement au Canada au quatrième trimestre de 1998 et au début de 1999 après avoir été freiné au milieu de 1998 par des arrêts de travail et les événements survenus sur la scène internationale. La vigueur particulière de l'économie américaine et les conditions monétaires généralement expansionnistes qui ont régné au Canada au cours de la dernière année ont fortement soutenu l'expansion. À eux seuls, ces deux facteurs ont annulé l'effet modérateur de la faiblesse des cours des produits de base. Au second semestre de 1998, le PIB réel a augmenté d'environ 3 % en chiffres annualisés, et les données dont on dispose à l'heure actuelle portent à croire que sa croissance a été aux alentours de 4 % au premier trimestre de 1999.

Le volume des exportations a affiché une vive progression durant les six derniers mois de 1998 ainsi qu'au début de 1999. Les exportations de véhicules automobiles et de pièces détachées ont crû à une cadence particulièrement rapide à la faveur du dynamisme de la demande aux États-Unis, des efforts réalisés dans ce pays pour reconstituer les stocks à la suite des arrêts de travail à la société General Motors, de la mise en service de nouvelles capacités de production au Canada et de la résolution d'un certain nombre de problèmes touchant le transport ferroviaire. L'essor soutenu de la demande américaine et une position concurrentielle favorable ont permis aux exportations canadiennes de machines et de matériel ainsi que de bois d'œuvre d'enregistrer des gains notables. Cependant, les exportations d'autres produits de base ont continué de fléchir en raison de l'anémie persistante de la demande en Asie, et le temps exceptionnellement doux qu'ont connu les États-Unis au quatrième trimestre a fait reculer la consommation de pétrole et de gaz naturel.

Les dépenses des ménages ont augmenté à un rythme plus modéré au second semestre de 1998, dans la foulée du ralentissement qu'a subi la croissance de l'emploi entre le premier et le troisième trimestre de l'année (Graphique 6) et de l'agitation qui a secoué les marchés financiers internationaux et intérieurs vers la fin de l'été dernier et le début de l'automne. Ces deux facteurs sont aussi responsables en partie de l'érosion de la confiance des ménages au cours des trois premiers trimestres de 1998 (Graphique 7). Celle-ci s'est toutefois améliorée vers la fin de l'année, sous l'effet d'une poussée de l'emploi (qui s'est poursuivie au début de 1999), de la baisse du taux de chômage qui en a résulté malgré la hausse du taux d'activité et d'une stabilité accrue sur les marchés financiers. Dans ce climat, les dépenses des ménages se sont ressaisies au début de 1999.

La croissance des investissements fixes des entreprises s'est beaucoup ralentie au dernier semestre de 1998 par rapport aux taux élevés qu'elle avait enregistrés les dix-huit mois précédents. Ce fléchissement est imputable dans une certaine mesure à la diminution

de la confiance des entreprises provoquée à l'automne par la volatilité des marchés financiers et par d'autres facteurs défavorables sur la scène internationale. La chute marquée des cours des produits de base a rendu les entreprises moins enclines à accroître leurs capacités de production et a eu pour effet de réduire les liquidités dont celles-ci disposaient pour financer l'exploration et l'expansion de leurs activités. Le secteur du gaz et du pétrole, comme l'ensemble des industries d'exploitation des ressources naturelles, a été particulièrement touché par cette chute et a fortement comprimé ses dépenses d'investissement l'an dernier.



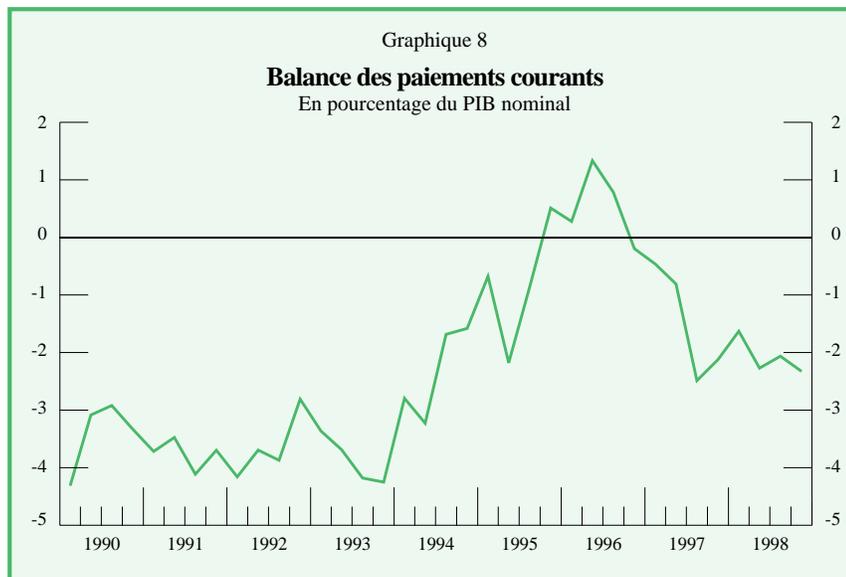
... et les investissements en stocks ont continué de se replier.

L'avance des importations a été modeste en raison de la décélération de la demande intérieure.

Au second semestre de 1998 (soit abstraction faite du gros des fluctuations occasionnées par la grève survenue chez General Motors), les investissements en stocks ont continué de se replier; ce mouvement était surtout manifeste dans plusieurs industries de fabrication de biens durables. Une partie de la réduction du rythme d'accumulation des stocks pourrait être imputable à la vigueur inattendue des exportations de biens manufacturés vers les États-Unis.

Le tassement continu de la demande intérieure, particulièrement celle de biens à forte teneur en importations comme les machines et le matériel, a freiné la croissance des importations au cours des deux derniers trimestres de 1998 par rapport au taux enregistré en 1997. La compétitivité accrue des entreprises canadiennes a permis à certains biens produits au pays de se substituer aux importations.

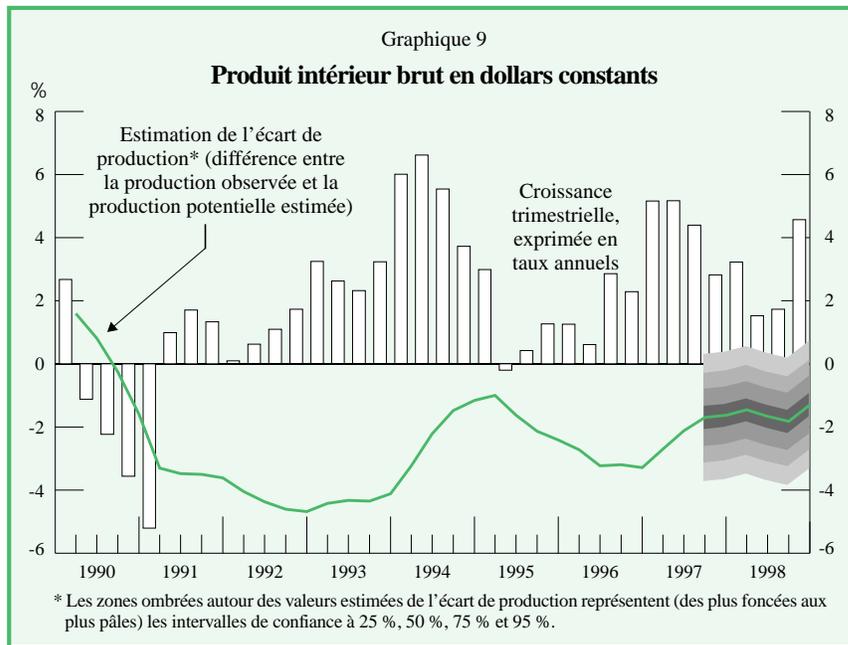
Le déficit de la balance courante (en termes nominaux) se situait à 2,3 % du PIB à la fin de 1998, soit sensiblement au même niveau qu'un an plus tôt (Graphique 8). En volume, le solde de la balance commerciale s'est considérablement amélioré, mais ses progrès ont été annulés en partie par la détérioration des termes de l'échange attribuable au nouveau recul des cours des produits de base. De plus, le solde des transactions au poste des revenus de placement s'est détérioré en raison de la forte hausse des paiements nets au titre des dividendes et de l'augmentation des paiements d'intérêts sur la dette en devises.



La marge estimative de capacités inutilisées s'est un peu amenuisée au second semestre de 1998.

Dans l'ensemble, la demande globale a progressé un peu plus rapidement que la production potentielle estimative au deuxième semestre de 1998. En conséquence, la Banque estime que l'écart de production s'est rétréci, passant d'à peu près 1,75 % au milieu de l'année à 1,25 %

environ à la fin de l'année (Graphique 9)². Les estimations de l'écart de production demeurent très imprécises à cause, d'une part, des révisions qui doivent y être apportées au fur et à mesure que de nouvelles données sont publiées et, d'autre part, des restructurations en cours, des importants investissements effectués dans les nouvelles technologies et des changements qui s'opèrent dans le fonctionnement du marché du travail, qui devraient tous se traduire par une amélioration de la capacité de production de l'économie.

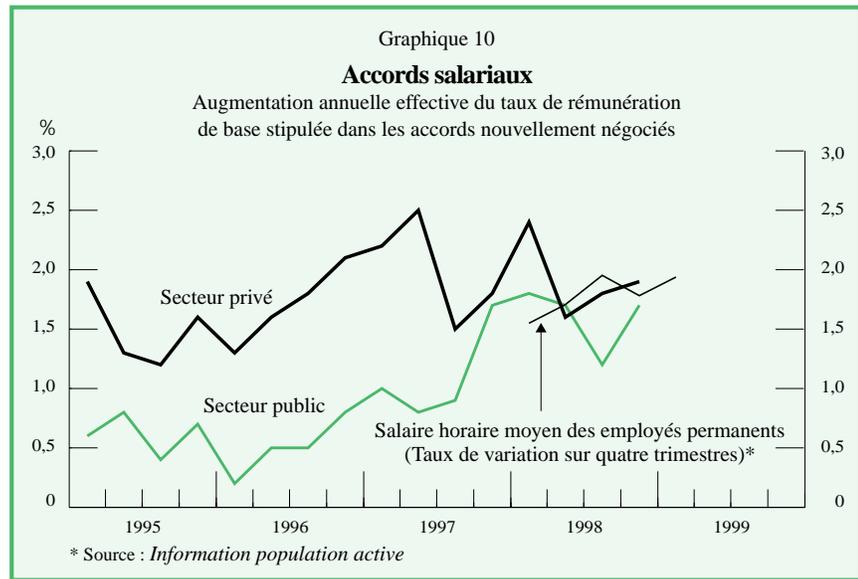


La maîtrise des coûts

Les salaires ont de nouveau crû à un rythme modéré au second semestre de 1998. Les augmentations annuelles consenties aux employés syndiqués du secteur privé se sont chiffrées en moyenne à 1,8 %, soit au même niveau qu'au premier semestre (Graphique 10). Pour leur part, les hausses négociées dans le secteur public ont été légèrement moins élevées, s'établissant en moyenne à 1,4 % durant la même période. Les données parues dans la publication de Statistique Canada intitulée *Information population active* portent à croire que la progression sur douze mois des gains horaires moyens (heures supplémentaires non comprises) pour les employés permanents a été de 1,9 % au premier trimestre de 1999. On estime donc que la hausse tendancielle des salaires dans l'ensemble de l'économie est demeurée à près de 2 %.

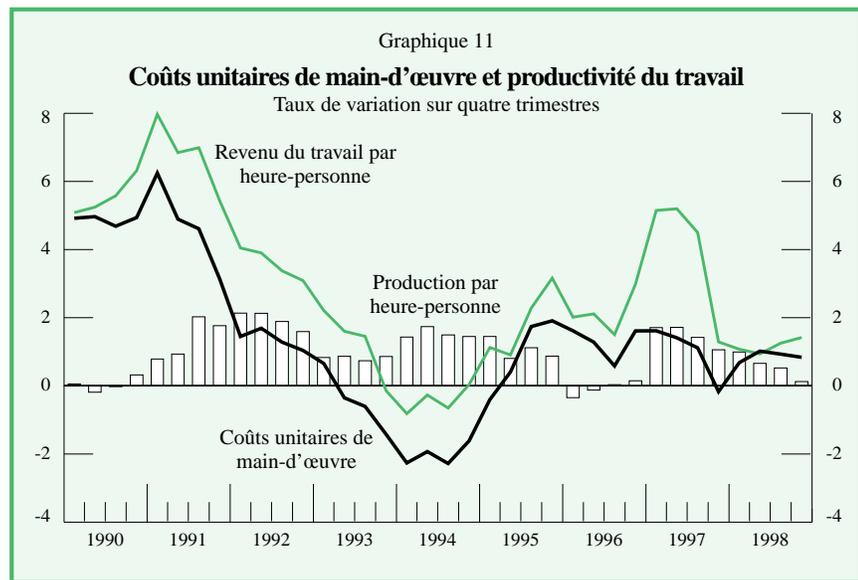
Les augmentations salariales sont restées modérées au second semestre de 1998...

2. Au moment de la publication du *Rapport* de novembre, l'écart de production pour le milieu de 1998 avait été estimé aux environs de 1,5 %. Les estimations passées de l'écart de production ont été révisées par suite d'une réévaluation complète du profil de la production potentielle par le personnel de la Banque. Ces révisions tiennent compte notamment des modifications importantes apportées aux estimations du PIB réel dans les comptes nationaux.



... et les coûts unitaires de main-d'œuvre ne se sont que légèrement accrus.

Les chiffres les plus récents indiquent que la productivité du travail est restée à peu près la même tout au long de 1998, ce qui est étonnant compte tenu de la croissance robuste de la production³. Cependant, la poursuite de la croissance modérée des revenus du travail par heure-personne signifie que la hausse sur quatre trimestres des coûts unitaires de main-d'œuvre est aussi demeurée relativement modeste (Graphique 11)⁴.



3. Il faut toutefois souligner que les données les plus récentes pourraient être révisées. L'évolution des derniers mois n'apporte donc guère de renseignements pouvant éclairer le débat actuel sur la tendance de la productivité.

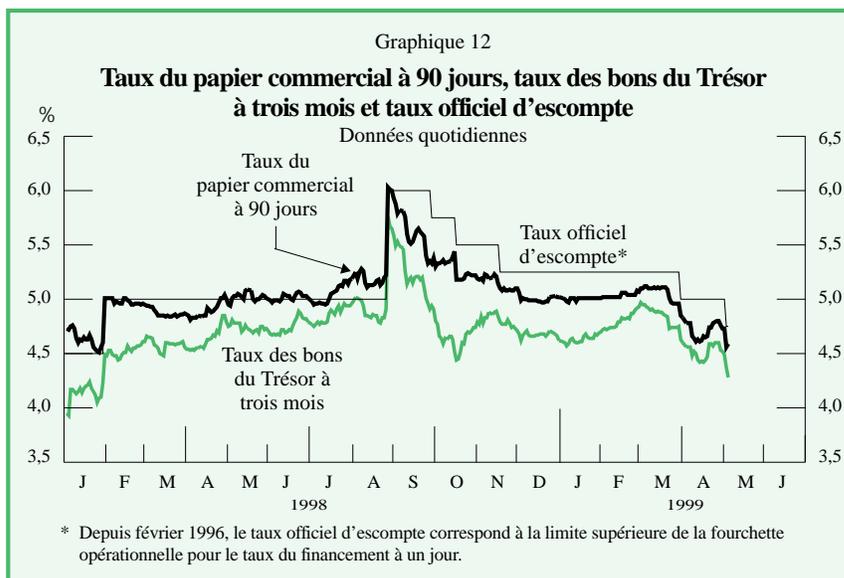
4. Les révisions rétrospectives des chiffres des comptes nationaux ont entraîné une révision à la hausse de la croissance sur quatre trimestres des revenus du travail par heure-personne et des coûts unitaires de main-d'œuvre en 1997 et au premier semestre de 1998 par rapport aux données publiées dans la dernière livraison du *Rapport*.

3. LA RÉALISATION DES CIBLES DE MAÎTRISE DE L'INFLATION

Depuis l'automne dernier, la Banque a abaissé le taux officiel d'escompte de 25 points de base à trois reprises, soit le 18 novembre, le 31 mars et le 4 mai, et ainsi ramené les limites de la fourchette opérationnelle du taux du financement à un jour à 4 1/4 et 4 3/4 %. Les deux premières de ces réductions (conjuguées à deux autres, opérées en septembre et octobre 1998) ont annulé complètement la hausse de un point de pourcentage que l'agitation sur les marchés financiers observée en août dernier avait provoquée. La baisse la plus récente a pour but d'assurer la poursuite de l'expansion économique et le maintien, l'année prochaine, de la tendance de l'inflation bien à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation visée par la Banque.

Cette réduction du taux d'escompte et des autres taux d'intérêt à court terme est survenue dans un contexte marqué par la série de baisses des taux directeurs des banques centrales de tous les grands pays et par une amélioration du climat sur les marchés financiers, y compris ceux des avoirs libellés en dollars canadiens. Les investisseurs sont devenus moins inquiets et, par conséquent, les primes de risque et de liquidité ont diminué par rapport aux niveaux anormalement élevés atteints l'automne dernier (Note technique 1). Le rétrécissement de l'écart entre les taux du papier commercial et ceux des bons du Trésor qui s'est produit sur le marché monétaire canadien (Graphique 12) illustre bien ce phénomène.

À la faveur de la baisse des taux d'intérêt à l'étranger et d'un regain de confiance sur les marchés, la Banque a réduit la fourchette du taux du financement à un jour.



Depuis le début de l'année, le dollar canadien et le dollar américain se sont beaucoup appréciés par rapport à la nouvelle monnaie européenne, l'euro, et vis-à-vis des autres monnaies d'outre-mer, ce qui tient aux profils d'évolution divergents des économies de

Le dollar canadien s'est raffermi.

Note technique 1

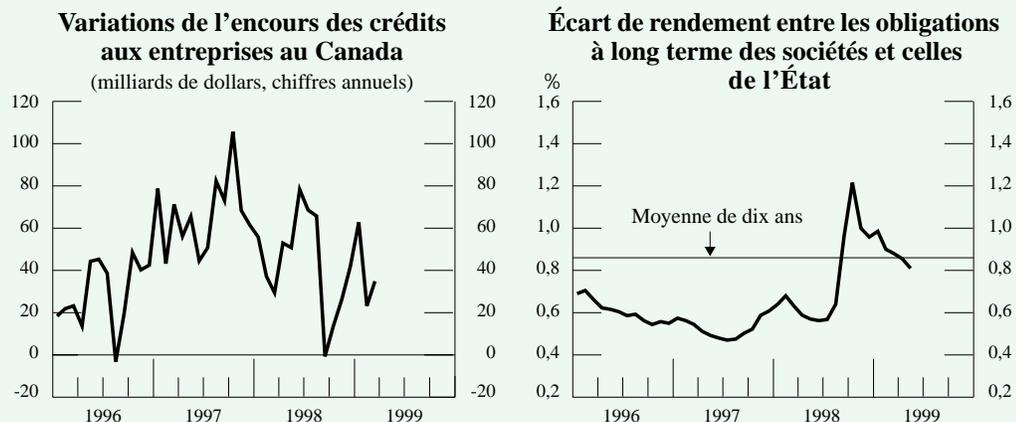
L'accès au crédit pendant et après la crise financière

À l'automne 1998, la turbulence qui régnait sur les marchés financiers internationaux a amené les investisseurs à s'interroger sur la santé des institutions financières un peu partout dans le monde et sur la liquidité d'une vaste gamme de titres. Ces préoccupations ont atteint un point culminant lorsqu'ont été apprises les difficultés de l'important fonds spéculatif Long-Term Capital Management. Gagnés par la nervosité, les investisseurs se sont mis en quête de valeurs refuges et tournés vers les titres d'État américains et européens les plus liquides. Par conséquent, les écarts de rendement entre les titres du secteur privé et les obligations d'État se sont fortement creusés, et le coût du financement s'est accru pour les sociétés. Par ailleurs, les banques et les autres bailleurs de fonds, en particulier aux États-Unis, ont adopté une approche plus sélective dans l'octroi de leurs prêts. Aussi s'est-on mis à craindre la possibilité d'une pénurie de crédit sur les marchés nord-américains.

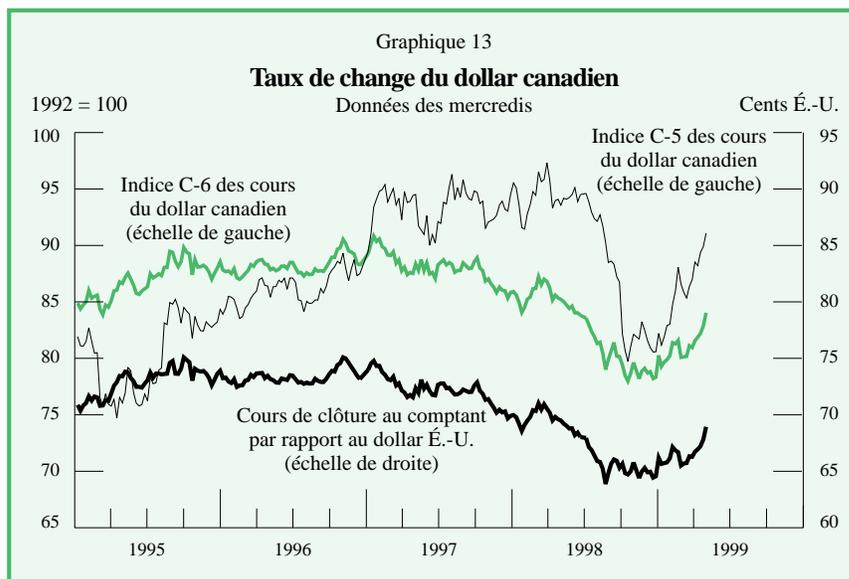
Au Canada, au plus fort de la crise, les pressions observées sur les marchés du crédit se sont surtout fait sentir dans le coût du financement, et le nombre des emprunteurs auxquels on a refusé des concours a été relativement faible. Le marché est cependant devenu moins réceptif à l'égard de certains émetteurs de titres. En septembre et octobre, mois durant lesquels l'incertitude était à son comble, les émissions de papier commercial ont considérablement chuté, et celles d'actions ont connu un ralentissement marqué. La croissance des prêts bancaires a aussi décéléré, de sorte que la progression de l'ensemble des crédits aux entreprises a marqué une pause.

Depuis l'automne, les réductions des taux d'intérêt directeurs des grandes banques centrales ont contribué à apaiser les marchés financiers. Étant donné le climat plus serein, les conditions d'accès au crédit se sont améliorées, et la croissance des prêts octroyés aux entreprises a graduellement repris. Au Canada, par exemple, ces prêts se sont accrus à un taux annuel de 5,9 % au cours des trois premiers mois de 1999. Sur le marché obligataire, les écarts de rendement entre les titres des sociétés et ceux de l'État canadien sont redescendus à leur moyenne de longue période. (S'ils paraissent élevés, c'est uniquement en regard des niveaux exceptionnellement bas enregistrés les deux années précédentes.)

Les retombées négatives qu'a pu avoir la diminution de l'offre de crédit sur l'activité économique au Canada devraient s'être limitées aux troisième et quatrième trimestres de 1998. Il semble peu probable que des difficultés d'accès au crédit viennent déprimer l'activité au premier semestre de 1999.



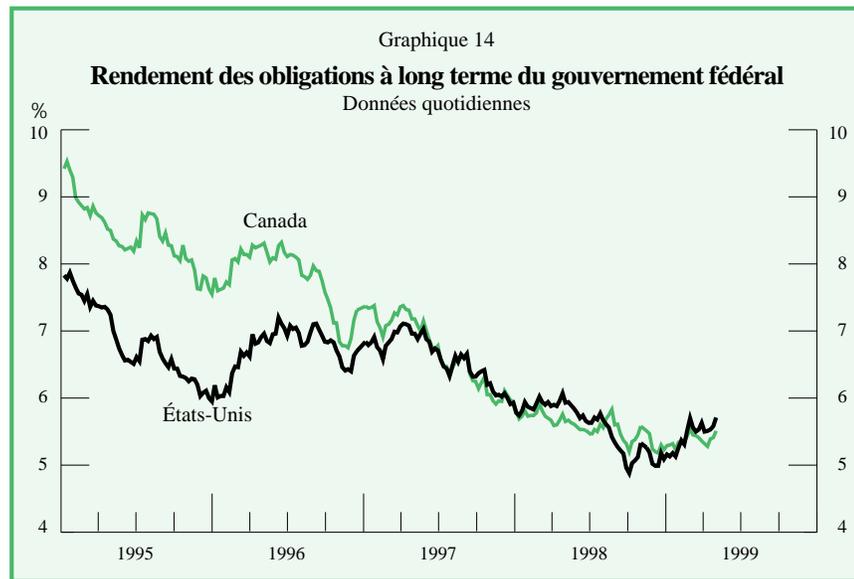
l'Amérique du Nord et des grands pays d'outre-mer. Compte tenu du fait que notre monnaie s'est aussi raffermie par rapport à la devise américaine, l'indice pondéré C-6 des cours du dollar canadien établi par la Banque a augmenté (Graphique 13)⁵.



Après avoir enregistré une brusque remontée au moment de l'éclatement de la crise en Russie en août dernier, les taux de rendement des obligations canadiennes sont redescendus à des niveaux exceptionnellement bas (Graphique 14). Aux États-Unis, toutefois, les rendements des obligations du Trésor se sont inscrits en hausse par rapport aux planchers où ils se situaient l'automne dernier. Cette évolution est attribuable à deux facteurs importants, soit le renversement des entrées de capitaux suscitées par l'attrait, comme valeur refuge, des titres du gouvernement américain et la vitalité inattendue de l'économie américaine au quatrième trimestre de 1998 et au premier trimestre de 1999. En dépit de la récente augmentation des taux de rendement, les taux d'intérêt américains sont toujours plus bas qu'il y a un an, et ce, sur toute la gamme des échéances. En partie à la faveur de cette situation, les prix des actions aux États-Unis ont connu un regain de vigueur et ont atteint de nouveaux sommets.

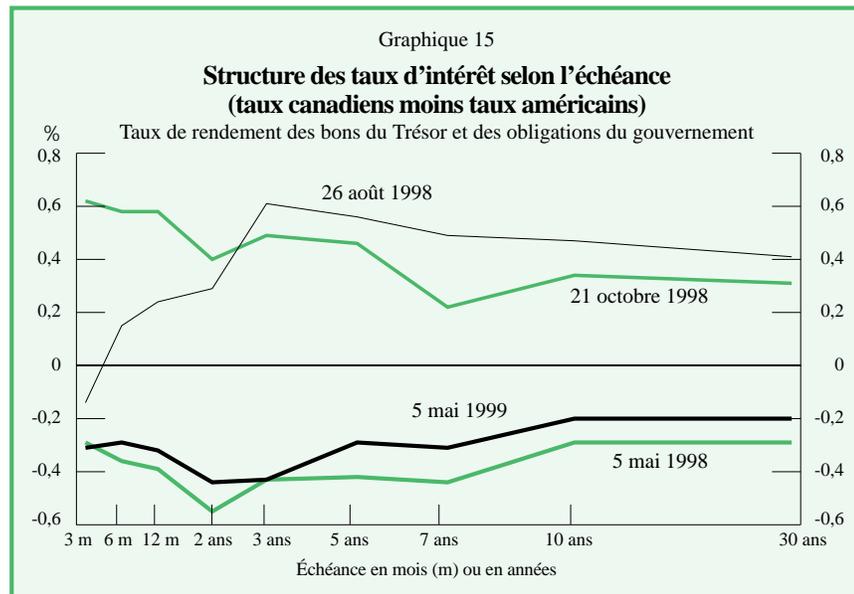
Les taux de rendement des obligations canadiennes sont tombés...

5. Par suite du lancement de l'euro, la Banque a remplacé son indice des cours du dollar canadien par rapport aux monnaies du G10 par l'indice pondéré C-6. Les six monnaies comprises dans ce nouvel indice sont le dollar É.-U., l'euro, le yen, la livre sterling, la couronne suédoise et le franc suisse. L'indice C-5, quant à lui, exclut le dollar É.-U. Une note technique parue dans la livraison Hiver 1998-1999 de la *Revue de la Banque du Canada* fournit des détails à ce sujet.



... et les écarts de taux entre le Canada et les États-Unis sont redevenus négatifs.

Le différentiel de taux entre les obligations canadiennes et américaines a considérablement diminué ces derniers temps. En fait, la hausse marquée des primes de risque enregistrée l'été dernier s'étant résorbée, les écarts sont redevenus négatifs (Graphique 15). Le fait que le taux d'inflation se soit maintenu à un bas niveau au Canada a favorisé cette réduction des écarts de rendement. Les taux d'intérêt du marché monétaire canadien ont aussi baissé, et ils sont actuellement au-dessous des taux américains.



Comme on le prévoyait dans le *Rapport* de novembre 1998, l'indice des conditions monétaires (ICM) a continué d'être plutôt variable (Graphique 16), en raison principalement des fluctuations de l'indice du cours du dollar canadien pondéré en fonction des échanges commerciaux. L'ICM a généralement oscillé entre -8 et -7, l'appréciation de la monnaie et le recul des taux d'intérêt produisant des effets opposés. À la faveur du raffermissement de notre dollar, l'ICM a grimpé ces derniers temps pour s'établir près de -6.



4. LES PERSPECTIVES EN MATIÈRE D'INFLATION

Lorsqu'elle analyse les perspectives d'évolution de l'inflation pour les deux années à venir, la Banque se concentre sur les principaux facteurs qui influent sur l'excédent, actuel et attendu, de l'offre ou de la demande globale. Elle examine aussi les indicateurs des attentes relatives à l'inflation et le rythme d'expansion de la masse monétaire. La Banque ne perd pas de vue que toute projection est forcément incertaine. C'est pourquoi elle étudie des scénarios de rechange, où sont pris en compte les risques associés aux hypothèses qui sous-tendent ses prévisions, ainsi que les projections d'autres organismes.

La conjoncture internationale

L'amélioration de la conjoncture dans les pays à marché émergent...

La situation observée dans les pays à marché émergent, bien qu'encore précaire, s'est redressée au cours des six derniers mois. Le raffermissement a été particulièrement manifeste en Asie du Sud-Est, où des progrès notables ont été accomplis sur le plan de la stabilisation de l'économie. Au Brésil, les problèmes financiers se sont aggravés vers la fin de 1998, les investisseurs se préoccupant de plus en plus des déficits des finances publiques et de la balance courante de ce pays. Dernièrement, les conditions s'y sont nettement améliorées, grâce à l'instauration de politiques budgétaires rigoureuses et à l'adoption en mars du nouveau programme d'ajustement du FMI. D'autres États d'Amérique latine se sont ressentis des difficultés qu'éprouve le Brésil. Aussi les perspectives de croissance de cette région du globe pour 1999 ont-elles été révisées à la baisse.

... a contribué à apaiser les marchés financiers.

Dans l'ensemble, les économies à marché émergent ont réalisé des progrès en mettant en œuvre des politiques intérieures appropriées, ce qui a contribué à apaiser les marchés financiers internationaux. La diminution que les primes de risque incorporées aux taux d'intérêt ont enregistré depuis leur flambée de l'automne dernier témoigne du regain de confiance des marchés. Ces primes demeurent toutefois relativement élevées, et la situation dans certains pays inquiète encore les investisseurs. Le FMI s'attend à ce que l'embellie observée sur les marchés financiers entraîne en 1999 un accroissement des flux nets de capitaux privés vers les marchés émergents (Note technique 2).

La croissance vigoureuse de l'économie américaine contraste de façon marquée avec la situation économique au Japon et en Europe.

Le climat économique mondial demeure néanmoins incertain. Les résultats économiques contrastants qu'affichent les grands pays industriels constituent un risque majeur. L'économie du Japon n'est pas sortie de son marasme, et l'activité s'est ralentie dans les principaux pays européens; à l'opposé, l'économie américaine a fait preuve d'une vigueur surprenante.

Au Japon, l'activité économique s'est fortement contractée en 1998, et ce pays devrait demeurer en récession durant la majeure partie de 1999, malgré l'adoption de nouvelles mesures budgétaires et monétaires expansionnistes. Même si l'appréciation que connaît le

Note technique 2

Les flux de capitaux vers les marchés émergents

La moyenne annuelle des flux de capitaux privés nets à destination des pays à marché émergent a été plus de dix fois supérieure durant la période 1990-1996 à ce qu'elle avait été durant la période 1984-1989, en raison de l'attrait exercé par la croissance économique rapide de ces pays et du désir des investisseurs de diversifier leurs avoirs. Cependant, de nombreux projets d'investissement de vaste envergure reposaient sur des assises économiques fragiles. En outre, l'engagement des gouvernements envers un taux de change fixe et les autres garanties implicites qu'ils offraient, de même que la perspective d'une aide d'urgence en cas de difficultés, accordée par des organismes internationaux tel le Fonds monétaire international (FMI), n'encourageaient pas les investisseurs à bien soupeser les risques. La crise financière en Asie a entraîné une fuite massive des capitaux. Alors qu'en 1996 les entrées nettes de capitaux privés avaient dépassé les 100 milliards de dollars É.-U. dans les économies émergentes de cette région, les sorties de capitaux ont frôlé les 50 milliards en 1998.

Certains pays éprouvent encore de sérieuses difficultés à se procurer du financement. Cependant, l'évolution des rendements obligataires sur les marchés secondaires montre que les investisseurs font des distinctions entre pays. Par exemple, en Amérique latine, les plus fortes augmentations des rendements ont été enregistrées au Brésil et au Venezuela, tandis que les taux d'intérêt sont restés relativement stables en Argentine et au Mexique. Le marché obligataire sud-coréen a été particulièrement agité, mais les rendements des obligations sont maintenant bien inférieurs à ce qu'ils étaient avant la dévaluation du rouble.

En 1999, les pays dont les titres présentent un risque de crédit « raisonnable » devraient être en mesure de faire appel aux marchés de capitaux internationaux. Certains pays à marché émergent ont conservé leur accès aux capitaux étrangers, mais les écarts de taux par rapport aux titres du gouvernement américain se sont creusés depuis un an; le Mexique, l'Argentine, la Corée du Sud et les Philippines, entre autres pays, ont réussi à placer des emprunts à l'étranger ces derniers temps.

Le FMI prévoit que les entrées nettes de capitaux augmenteront dans tous les pays à marché émergent en 1999, mais qu'elles demeureront bien en-deçà de la moyenne enregistrée entre 1990 et 1996 en raison de nouvelles sorties importantes de capitaux hors d'Asie.

Flux de capitaux privés nets vers les marchés émergents

(en milliards de dollars É.-U.)

	Moyenne 1984-1989	Moyenne 1990-1996	1996	1997	Estimation pour 1998	Prévision pour 1999
Asie	9,9	58,3	108,1	-15,1	-49,5	-38,1
Amériques	-0,2	46,1	81,7	88,3	73,6	75,3
Autres marchés émergents	2,9	37,2	25,0	44,6	45,4	52,5
Total	12,5	141,7	214,8	117,8	69,5	89,7

Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale et Marchés internationaux des capitaux*

yen par rapport au dollar américain depuis août dernier et la hausse récente des taux d'intérêt à long terme freineront quelque peu la progression de la demande globale, une légère reprise pourrait avoir lieu l'année prochaine, particulièrement si la réforme du secteur bancaire se poursuit.

La relance observée dans les principaux pays européens, notamment en Allemagne et au Royaume-Uni, s'est considérablement ralentie depuis le milieu de 1998. Les prévisions relatives à la croissance des pays de la zone euro pour 1999 ont été révisées à la baisse, et les taux d'expansion projetés sont maintenant inférieurs au rythme de progression de la production potentielle; ceci traduit une dégradation des perspectives concernant les exportations vers les marchés émergents et les investissements des entreprises, lesquelles sont devenues plus pessimistes. Étant donné le bas niveau de l'inflation actuelle et anticipée, la Banque centrale européenne a réduit ses taux d'intérêt de 50 points de base au début d'avril. Cette mesure devrait contribuer à soutenir l'activité dans la zone euro au cours de la prochaine année.

Aux États-Unis, la croissance de la production devrait se ralentir...

Malgré la rapidité de l'expansion économique aux États-Unis, où les niveaux de production dépassent la plupart des estimations de la production potentielle, aucun signe d'intensification des pressions inflationnistes n'a été observé. La Réserve fédérale a abaissé les taux d'intérêt à court terme à quelques reprises entre septembre et la mi-novembre en réaction au resserrement des conditions internes du crédit et aux craintes suscitées par les retombées que la situation mondiale pourrait avoir sur l'économie américaine. Toutefois, compte tenu de l'essor étonnant enregistré par les ventes finales au quatrième trimestre de l'année dernière et au premier trimestre de cette année, la majorité des analystes ont révisé à la hausse leurs prévisions pour 1999. Bien que le taux d'accroissement du PIB réel devrait rester relativement robuste, on s'attend toujours à ce qu'il fléchisse par suite d'un tassement des dépenses consacrées au logement, aux biens de consommation durables et à l'outillage de production, ce qui ramènerait le volume de ces avoirs à un niveau plus compatible avec les tendances fondamentales du revenu et de la production. De même, le rythme de croissance des exportations, qui avait été très rapide au quatrième trimestre de 1998, s'est ralenti au premier trimestre de 1999.

... et le taux de l'inflation tendancielle devrait demeurer plus ou moins le même.

L'inflation hors alimentation et énergie aux États-Unis a été contenue entre 2 et 2,5 %. Elle ne devrait pas varier de façon importante en 1999, car l'appréciation passée du dollar américain et le recul passé des cours des produits de base compenseront vraisemblablement toute pression à la hausse émanant d'une demande excédentaire sur le marché du travail et celui des biens et services.

Les prix des produits de base devraient remonter.

Somme toute, on prévoit que les cours internationaux des produits de base remonteront en 1999, à mesure que l'offre excédentaire sur les marchés mondiaux se contractera.

La demande et l'offre globales au Canada

La décélération prévue de la croissance aux États-Unis et la morosité attendue de l'activité économique outre-mer auront tendance à limiter le potentiel de progression des exportations canadiennes en 1999. De plus, les expéditions de produits de base provenant d'exploitations au Canada dont les coûts de production sont élevés pourraient encore diminuer d'ici à ce que les produits de base renchérisse de façon notable. Néanmoins, les exportations en volume devraient continuer d'afficher de solides gains grâce à la compétitivité accrue du Canada.

La compétitivité s'étant améliorée, les entreprises et les consommateurs canadiens devraient commencer à substituer des produits fabriqués ici aux produits étrangers correspondants. Cette substitution, combinée à la légère hausse prévue des dépenses au titre des composantes de la demande intérieure qui ont une forte teneur en importations, devrait donner lieu à une décélération de la croissance des importations.

De fait, par le passé, les variations persistantes du taux de change réel ont généralement eu une incidence considérable sur les exportations nettes en termes réels, quoique celle-ci se soit fait sentir après des délais variables. Par conséquent, la dépréciation substantielle du dollar canadien vis-à-vis de son pendant américain depuis la fin 1997, conjuguée à la bonne tenue que notre pays affiche sur le plan des prix et des coûts par rapport à ses partenaires commerciaux, laisse présager une augmentation sensible du volume des exportations nettes en 1999 (Note technique 3).

On s'attend à une croissance modeste des investissements des entreprises en 1999. La plus récente enquête de Statistique Canada sur les intentions d'investissement, laquelle a été menée à la fin de 1998 et au début de 1999, laisse entrevoir un léger recul des investissements des entreprises pour cette année. Les compagnies pétrolières et gazières, dont les liquidités avaient beaucoup diminué par suite de la chute des prix de l'énergie, envisageaient de nouvelles réductions de leurs dépenses d'investissement. Signalons toutefois que les intentions d'investissement exprimées en début d'année sont souvent fortement révisées en cours d'année. Ceci pourrait bien être le cas cette année étant donné que l'enquête a débuté en octobre, à un moment où les marchés financiers internationaux étaient encore très agités. De plus, les mesures récentes témoignent d'un net regain de confiance au sein des entreprises. Par ailleurs, l'incidence des dispositions prises pour résoudre les problèmes liés au passage à l'an 2000 n'est pas très nette. Il est probable que les entreprises effectueront le gros des investissements prévus au titre des machines et du matériel informatisés au cours du premier semestre de cette année.

Le rythme de croissance de la consommation des ménages, qui s'était révélé atone vers la fin de 1998, montrait des signes d'accélération au début de 1999, et cette tendance devrait se maintenir à la faveur des gains réalisés au chapitre de l'emploi, d'une nouvelle amélioration de la confiance des consommateurs et d'un abaissement des taux d'imposition du revenu vers le milieu de l'année. Il se pourrait toutefois que l'effet de ces facteurs soit tempéré par les efforts

On s'attend à une forte progression des exportations canadiennes.

La croissance des importations devrait ralentir.

Les investissements des entreprises devraient progresser moins rapidement...

... alors que les dépenses des ménages devraient continuer de se redresser.

Note technique 3

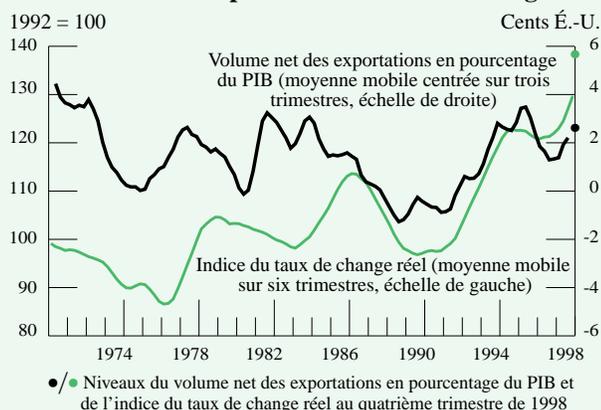
Le volume net des exportations et la croissance

L'évolution du solde commercial en termes réels (la différence entre le volume des exportations et celui des importations) dépend principalement de deux facteurs : la différence entre les positions conjoncturelles respectives des partenaires commerciaux et l'évolution de la compétitivité au chapitre des coûts ou des prix (c.-à-d. le taux de change réel). En 1998, tout comme durant la majeure partie des années 1990, le niveau supérieur de l'activité économique chez nos voisins du sud a stimulé l'essor du volume net de nos exportations vers les États-Unis. Par contre, le volume net de nos importations en provenance de l'Asie de l'Est a augmenté depuis 1997 notamment parce que notre économie a progressé plus rapidement que celles de cette région.

Le commerce extérieur réagit assez rapidement aux fluctuations de l'activité économique. Toutefois, la vitesse de sa réaction aux mouvements du taux de change réel dépend de l'opinion des entreprises sur la persistance de ces mouvements. Les variations du taux de change jugées persistantes encouragent les entreprises à investir dans la création ou l'adaptation de produits, l'augmentation de leur capacité de production et la recherche de nouveaux débouchés dans l'espoir d'accroître leurs exportations ou de substituer leurs propres produits aux biens importés. Depuis 1971, les variations générales du taux de change réel pondéré par les échanges commerciaux¹ ont été suivies de mouvements de grande amplitude du volume net des exportations, encore que la rapidité et la vigueur avec lesquelles les exportations réagissaient aient été variables. La dépréciation que le dollar canadien a connue durant les dix-huit derniers mois à cause de la faiblesse des cours mondiaux des produits de base, ainsi que le fait qu'on s'attend à ce que ce mouvement de baisse mette un certain temps à s'inverser totalement, laisse présager une forte progression du volume net des exportations en 1999.

Le taux d'utilisation des capacités dans le secteur des biens faisant l'objet d'échanges internationaux pourrait en principe influencer sur la vitesse de la réaction aux variations du taux de change réel. De nouvelles capacités de production ont récemment été mises en service dans le secteur de la fabrication, en particulier dans l'industrie automobile, et des gains appréciables ont été réalisés au chapitre de l'emploi. Il semble donc que l'on puisse s'attendre à une poursuite de l'expansion de la production et des exportations nettes.

Volume net des exportations et taux de change réel



1. Moyenne pondérée des indices implicites des prix du PIB dans les pays du Groupe des Sept, à l'exception du Canada, comparée à l'indice implicite du Canada (tous les indices sont exprimés en une même monnaie). Une hausse de l'indice du taux de change réel signifie une amélioration de la compétitivité du Canada au chapitre des prix.

déployés par les particuliers pour reconstituer leur épargne. L'injection substantielle de fonds dans le secteur de la santé, annoncée en février dernier lors de la présentation du budget du gouvernement canadien, devrait également contribuer à stimuler la demande intérieure.

En cette période de relative incertitude, les projections concernant la croissance économique ont fait l'objet de corrections fréquentes et importantes. Dernièrement, la plupart des prévisionnistes ont revu à la hausse leurs estimations du rythme de l'activité économique au Canada en 1999 à la lumière du dynamisme de l'économie américaine, de la progression des emplois à plein temps au pays ainsi que de l'amélioration du climat financier international. Selon les plus récentes prévisions du secteur privé, la croissance du PIB réel (en moyenne annuelle) sera de 2,8 % cette année. La Banque a elle aussi, pour des raisons semblables, majoré ses projections, les relevant d'un demi-point de pourcentage; elle anticipe maintenant une croissance de l'ordre de $2\frac{3}{4}$ à $3\frac{3}{4}$ %⁶. Cette hypothèse repose essentiellement sur une réaction plus vive des exportations nettes aux niveaux actuels de la compétitivité (soit des volumes plus élevés d'exportations et plus faibles d'importations) que celle retenue par la plupart des prévisionnistes du secteur privé. La Banque s'attend à ce que l'économie continue de croître en l'an 2000 à une cadence avoisinant celle projetée pour 1999, alors que les dernières prévisions du secteur privé font état d'une croissance de 2,3 % seulement.

Selon les projections de la Banque, une augmentation de la demande globale signifierait que la marge de capacités inutilisées (estimée à l'aide des techniques traditionnelles) serait absorbée au cours des quatre à six prochains trimestres. Toutefois, compte tenu de l'incertitude entourant les estimations actuelles (Note technique 4), la Banque devra accorder de plus en plus d'importance à un certain nombre d'indicateurs des pressions s'exerçant sur l'appareil de production et sur l'inflation.

Les facteurs temporaires qui influent sur l'inflation

Le degré de rapidité avec lequel les variations du cours du dollar se répercutent sur les prix à la consommation dépend en partie des conditions du marché. On s'attend donc à ce que les mouvements passés du taux de change continuent d'exercer des pressions à la hausse sur les prix à la consommation cette année. Parallèlement, la baisse exceptionnelle des tarifs des appels interurbains et des prix des ordinateurs devrait bientôt marquer le pas. Ces facteurs devraient concourir à une légère remontée de l'inflation mesurée par l'indice de référence en 1999.

L'augmentation sensible qu'ont accusée récemment les prix du pétrole brut devrait aussi faire pression à la hausse sur le taux d'accroissement de l'IPC global durant les mois à venir.

On estime que la croissance de la production sera de l'ordre de $2\frac{3}{4}$ à $3\frac{3}{4}$ % en 1999.

L'incidence sur le niveau des prix de la baisse du dollar canadien viendra gonfler temporairement l'inflation mesurée...

6. En novembre dernier, les prévisionnistes du secteur privé tablaient sur une croissance du PIB réel en 1999 de l'ordre de 2,2 %, alors que la Banque prévoyait qu'elle serait de $2\frac{1}{4}$ à $3\frac{1}{4}$ %.

Note technique 4

**Implications pour la politique monétaire
de l'incertitude entourant l'estimation de l'écart de production**

L'écart de production, soit la différence entre le niveau observé de la demande et le potentiel de production de l'économie, a une importante incidence sur l'inflation. L'emploi de cet écart aux fins de prévision de l'inflation soulève cependant deux problèmes : i) la production potentielle ne peut être mesurée directement; ii) il est par conséquent difficile d'évaluer l'effet des divers facteurs qui influencent son évolution.

La production potentielle désigne la quantité de biens et de services que l'économie peut générer sans attiser les tensions inflationnistes. Elle ne peut être observée directement. Les variations de son niveau peuvent cependant être déduites de l'évolution de certaines variables qui, elles, sont directement observables, telles que le taux d'activité, la productivité du travail et l'inflation. Parce que ces déductions sont imprécises, les estimations de la production potentielle doivent être réexaminées à intervalles réguliers, au fur et à mesure que sont publiés de nouvelles données ou des chiffres révisés. Par exemple, le niveau plus faible que prévu du taux d'activité depuis quelques années donne à penser que la production potentielle et, partant, le niveau de l'offre excédentaire ont pu être surestimés dans le passé. Les révisions apportées récemment par Statistique Canada à ses estimations du produit intérieur brut pourraient aussi être interprétées comme une indication que l'offre excédentaire se situe à des niveaux un peu moins élevés.

En revanche, la tenue récente de l'inflation au Canada ne corrobore pas ces interprétations. Il se pourrait que la production potentielle soit supérieure aux estimations antérieures. Au nombre des facteurs ayant pu influencer ces estimations, il faut compter la période prolongée de faible inflation; les investissements importants effectués dans la technologie et en machines et matériel; diverses mesures de politique ayant eu pour résultat d'accroître la flexibilité des marchés des produits et du travail (comme la réforme de l'assurance emploi, la fin des fortes hausses des charges sociales des employeurs et la déréglementation des marchés). Grâce à ces modifications, l'économie semble mieux à même de soutenir des niveaux d'emploi plus élevés sans qu'il y ait une recrudescence de l'inflation ou un renforcement des attentes relatives à l'inflation. Il est probable que ces facteurs aient pour effet d'augmenter le niveau de la production potentielle — notre estimation a d'ailleurs été légèrement corrigée en conséquence — mais le moment précis et la taille des augmentations sont difficiles à évaluer.

En raison de toutes ces incertitudes, les estimations ponctuelles du niveau de la production potentielle et de l'écart de production doivent être interprétées avec prudence. Cette mise en garde vaut tout spécialement lorsque l'écart de production est présumé faible et que les attentes du public relativement à l'inflation sont bien ancrées. En pareil cas, les autorités réussissent peut-être mieux à maintenir l'inflation à l'intérieur de la fourchette cible si elles accordent plus de poids à la tenue de l'inflation par rapport aux attentes et moins d'importance à leur estimation ponctuelle de l'écart de production. Si elles estiment que l'offre excédentaire diminue par exemple, mais que l'inflation sous-jacente reste faible par rapport au taux visé et au taux attendu, elles n'auront peut-être pas à réagir à des augmentations imprévues de la demande globale aussi promptement que dans le passé. De plus, les autorités devront suivre l'évolution de tous les indicateurs pouvant les renseigner sur les pressions s'exerçant sur les capacités de production et sur l'inflation afin de déterminer si la production potentielle est supérieure aux prévisions. Au nombre de ces indicateurs figurent les prix, les coûts, les agrégats de la monnaie et du crédit ainsi que tout renseignement relatif aux goulots d'étranglement limitant l'offre.

La maîtrise des coûts

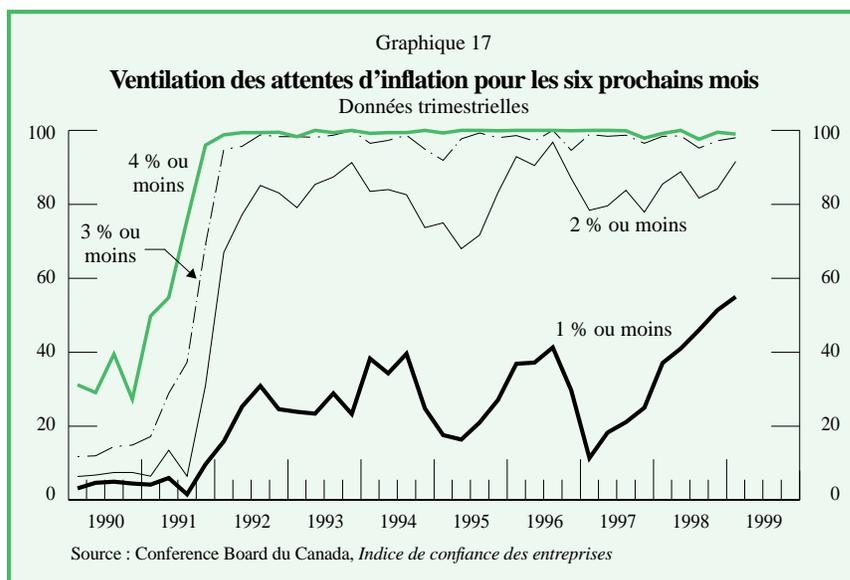
Compte tenu du bas niveau de l'inflation et de la persistance d'une offre excédentaire sur le marché du travail, les hausses salariales devraient être modérées en 1999. On prévoit aussi que le taux d'accroissement des coûts unitaires de main-d'œuvre sera très faible, grâce à la légère reprise attendue des gains de productivité.

... alors que le taux d'accroissement des coûts unitaires de main-d'œuvre devrait être faible.

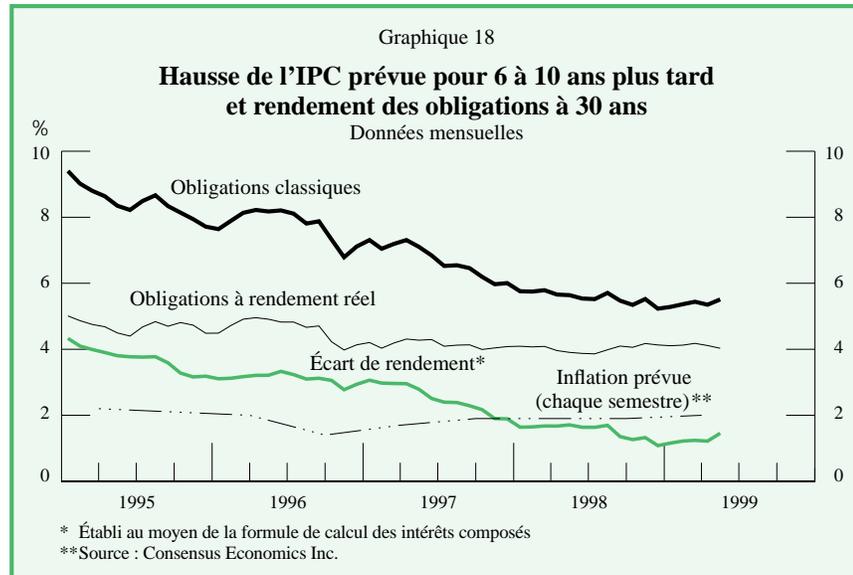
La mesure des attentes relatives à l'inflation

Les attentes relatives à l'inflation sont influencées à la fois par l'évolution récente de l'inflation et par la crédibilité accordée à la stratégie de maîtrise de l'inflation de la Banque. Les résultats de l'enquête périodique du Conference Board sur la confiance des entreprises canadiennes qui ont été publiés au printemps révèlent que 92 % des répondants s'attendaient à ce que l'inflation se situe à 2 % ou moins à court terme (Graphique 17). Ces deux dernières années, le nombre de répondants qui pensaient que l'inflation serait égale ou inférieure à 1 % est allé en augmentant. Selon les prévisions du secteur privé recueillies par Consensus Economics Inc., le taux d'inflation mesuré par l'IPC global devrait s'établir en moyenne à 1,1 % en 1999 et à 1,6 % en l'an 2000. Les projections à plus long terme se situent au point médian de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation (Graphique 18).

Le taux d'inflation attendu à long terme se situe toujours nettement à l'intérieur de la fourchette cible.



L'écart de rendement entre les obligations classiques à long terme et les obligations à rendement réel du gouvernement n'a cessé de s'amenuiser depuis quatre ans et a touché récemment un creux record de 1 % (Graphique 18). Ce repli montre que les investisseurs qui effectuent des placements à long terme croient fermement que l'inflation demeurera faible⁷.



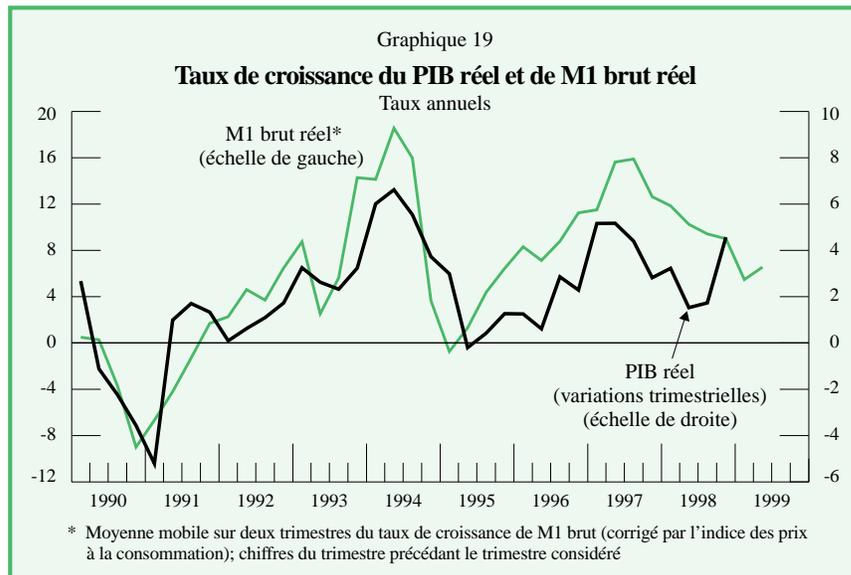
Après avoir enregistré une croissance modérée au quatrième trimestre, M1 s'est fortement accéléré au début de 1999.

Les indicateurs monétaires

Le taux de croissance de la masse monétaire au sens étroit a ralenti au quatrième trimestre de 1998 (Graphique 19)⁸. Ce ralentissement s'explique en partie par les taux d'intérêt plus élevés dont sont assortis certains actifs qui auraient attiré des fonds tenus auparavant sous forme d'encaisses de transaction. En outre, l'aversion plus forte pour le risque affichée sur les marchés du crédit l'automne dernier s'est traduite par une diminution du financement aux entreprises. Face au resserrement de l'offre de crédits, certaines d'entre elles pourraient avoir été forcées de réduire leurs encaisses de transaction

7. On ne doit pas considérer l'écart de rendement entre les obligations classiques à long terme et les obligations à rendement réel comme une estimation précise du taux d'inflation attendu, car il est influencé également par les variations de la liquidité sur le marché secondaire et par les préférences et les besoins changeants des investisseurs en ce qui concerne la composition de leur portefeuille.

8. Une note technique publiée dans la livraison de ce printemps de la *Revue de la Banque du Canada* présente de nouvelles mesures des encaisses de transaction, les agrégats M1+ et M1++. L'évolution récente de la croissance de ces agrégats a été sensiblement comparable à celle de M1. Dans la même livraison de la *Revue*, Joseph Atta-Mensah et Loretta Nott analysent en profondeur le comportement des agrégats monétaires.



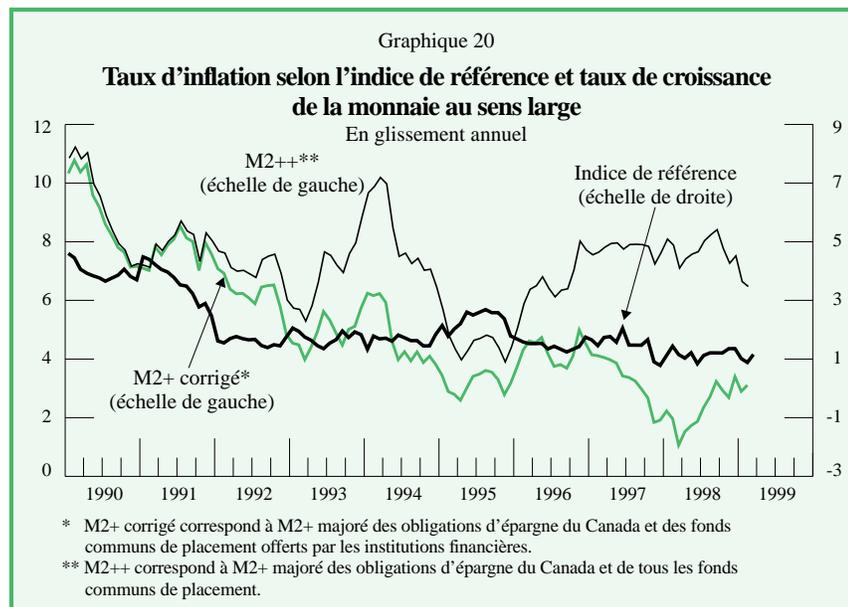
pour financer leurs dépenses d'investissement. Les taux d'intérêt se repliant et la situation du secteur financier s'étant stabilisée, la croissance des crédits aux entreprises et de M1 s'est accélérée au premier trimestre de 1999.

Sur la foi des relations statistiques observées dans le passé, on estime que l'évolution récente de M1 laisse entrevoir un taux d'accroissement de l'activité économique d'environ 3 1/2 % au premier semestre de 1999.

La mesure de la monnaie au sens large, ou des avoirs liquides, que la Banque juge la plus utile est M2++⁹. Cet agrégat, qui comprend un très grand nombre de composantes, n'est pas touché par les déplacements de fonds entre les dépôts et les fonds communs de placement. Ces déplacements, qui ont été considérables au cours des dernières années, ont rendu les mesures de la monnaie au sens large utilisées antérieurement plus difficiles à interpréter. En particulier, le transfert massif de capitaux qui s'est opéré des dépôts vers les fonds communs d'actions et d'obligations porte des agrégats comme M2 et M2+ à sous-évaluer l'expansion des avoirs liquides. M2++ continue de progresser, comme c'est le cas depuis plusieurs années, à un taux variant entre 7 et 8 % (Graphique 20), ce qui est compatible avec le maintien de l'inflation à de bas niveaux.

L'expansion des agrégats monétaires au sens large cadre avec le maintien de l'inflation à de bas niveaux.

9. Cette série est maintenant publiée dans la *Revue de la Banque du Canada*.



Les prévisions relatives à l'inflation

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait augmenter au cours des dix-huit prochains mois...

L'inflation a été un peu plus faible que la Banque ne l'avait prévu en novembre dernier, mais trois facteurs devraient encore contribuer au cours des dix-huit prochains mois à faire augmenter l'inflation mesurée par l'indice de référence. Premièrement, l'incidence des facteurs temporaires ayant concouru récemment à maintenir cette mesure de l'inflation à un bas niveau devrait s'atténuer. On s'attend notamment à un ralentissement du fort mouvement de baisse que connaissent les tarifs des appels interurbains et les prix des ordinateurs depuis un an. Deuxièmement, l'effet de la dépréciation passée du dollar canadien par rapport à la devise américaine poussera les prix à la hausse, ce qui viendra renforcer temporairement l'inflation mesurée par l'indice de référence. Et troisièmement, à mesure que le niveau de l'activité se rapprochera des limites des capacités de production, le taux d'inflation observé devrait tendre vers le taux d'inflation attendu à long terme.

... mais demeurer dans la moitié inférieure de la fourchette cible.

Toutefois, l'inflation mesurée par l'indice de référence ne devrait remonter que lentement, et ce, pour plusieurs raisons : les capacités de production excédentaires et les ressources inutilisées sur le marché du travail ne seront absorbées que peu à peu; les hausses des coûts unitaires de main-d'œuvre devraient demeurer faibles; le taux d'inflation attendu est légèrement inférieur à 2 %; la concurrence pourrait rester vive sur de nombreux marchés.

En somme, en tablant sur un taux de croissance du PIB qui se situerait au milieu de la fourchette de $2\frac{3}{4}$ à $3\frac{3}{4}$ % et en supposant que ses estimations relatives à l'écart de production sont assez exactes dans l'ensemble, la Banque prévoit que l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait s'accélérer graduellement au cours des dix-huit prochains mois, mais se maintenir dans la moitié inférieure de la fourchette cible.

5. CONCLUSIONS

Au cours des six derniers mois, les perspectives de l'économie mondiale et de l'économie canadienne sont devenues plus encourageantes. Les turbulences qui ont secoué les marchés internationaux l'automne dernier se sont atténuées, les investisseurs reprennent confiance et l'économie américaine affiche une tenue remarquable.

Aussi la plupart des projections économiques pour le Canada ont-elles été révisées à la hausse. La Banque prévoit maintenant un taux de croissance se situant à l'intérieur d'une plage de $2\frac{3}{4}$ à $3\frac{3}{4}$ % en 1999 et un rythme d'expansion similaire en l'an 2000. Cette prévision implique que la marge *estimée* de capacités inutilisées sera absorbée d'ici la fin de l'année prochaine et que si la croissance atteint la limite supérieure de cette plage, l'économie s'approchera plus rapidement des limites de sa capacité de production.

Sur la foi de cette prévision, la Banque s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence progresse graduellement au Canada au cours des dix-huit prochains mois, mais qu'elle demeurera dans la moitié inférieure de la fourchette de maîtrise de l'inflation qu'elle vise.

Les probabilités d'une évolution de l'économie et de l'inflation plus favorable ou moins favorable que prévu semblent s'équilibrer. Toutefois, il y a lieu d'insister de nouveau sur le caractère hypothétique des projections, étant donné l'incertitude considérable qui persiste. L'un des principaux risques pesant sur les perspectives de l'économie mondiale tient à la disparité qui existe entre la tenue économique respective des grands pays industriels.

Au pays, les estimations de la capacité de l'économie de produire des biens et des services et, par conséquent, de la marge de capacités inutilisées sont incertaines. C'est pourquoi la Banque doit accorder une importance accrue à l'évolution d'un ensemble d'indicateurs susceptibles de la renseigner sur le degré des pressions qui s'exercent sur la capacité de production de l'économie. Elle doit notamment surveiller le taux d'inflation observé par rapport au taux attendu, l'expansion de la monnaie et du crédit, les accords salariaux et les signes de goulots d'étranglement du côté de l'offre, tout en tenant compte des renseignements fournis par ses représentants régionaux.

*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

- Atta-Mensah, Joseph et Loretta Nott (1999). « L'évolution récente des agrégats monétaires et son incidence », *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 5-19.
- 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.
- _____ (1998). « Prolongation de l'application des cibles de maîtrise de l'inflation », communiqué du 24 février, *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 85-87.
- _____ (1999). « Publication de données relatives à de nouveaux agrégats monétaires », *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 67-68.
- Canada, Statistique Canada. *Information population active*, publication n^o 71-001-PPB au catalogue (mensuel), Ottawa, Travaux publics et Services gouvernementaux Canada.
- Conference Board du Canada (1999). *Indice de confiance des entreprises*, printemps.
- _____ (1999). *Indice des attitudes des consommateurs*, printemps.
- Consensus Economics Inc. (1991-1999). *Consensus Forecasts*, divers numéros.
- Fonds monétaire international (1998). *Perspectives de l'économie mondiale et Marchés internationaux de capitaux*, Washington (D. C.), FMI, décembre.
- Lafrance, Robert et Zahir Antia (1998-1999). « Note technique : Un nouvel indice pondéré des cours du dollar canadien », *Revue de la Banque du Canada*, hiver, p. 125-126.