

BANQUE DU CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

– mai 2000 –

L'épreuve numismatique du dollar en argent sterling de 1998, qui est reproduite en page couverture, a été frappée pour marquer le 125^e anniversaire de la fondation de la Police à cheval du Nord-Ouest; cette pièce est l'œuvre d'Adeline Halvorson. Au moment de la création de la Confédération en 1867, le Canada ne comptait que quatre provinces, toutes situées dans l'Est. En 1870, le gouvernement a fait l'acquisition d'un vaste territoire appartenant à la Compagnie de la Baie d'Hudson. Pour que l'on puisse aller de l'avant avec les projets de colonisation de cette région, il fallait d'abord réprimer la contrebande de whisky et établir des relations pacifiques avec les peuples autochtones. En mai 1873, la Police à cheval du Nord-Ouest a été constituée pour faire régner la loi, l'ordre et l'autorité canadienne dans l'Ouest du pays. L'illustration du revers représente un cavalier appartenant à ce service de police, qui, en 1920, allait devenir la Gendarmerie royale du Canada. L'avvers est orné d'un portrait de Sa Majesté la reine Élisabeth II, réalisé par l'artiste Dora de Pédery-Hunt.

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

3827
CN ISSN 1201-8783

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— mai 2000 —

Jusqu'à maintenant, les résultats que nous avons obtenus au chapitre de l'inflation sont un peu meilleurs que ce à quoi nous nous attendions. [...] Cette tenue favorable de l'inflation est de bon augure pour la poursuite de l'expansion économique au Canada. Mais il reste à savoir si cette expansion s'accompagnera de solides gains de productivité, comme cela a été le cas aux États-Unis. Une chose est certaine toutefois. La Banque du Canada doit s'attacher à maintenir l'inflation à un niveau bas et stable. Sinon, elle risquerait de compromettre la poursuite de l'expansion et les gains de productivité potentiels.

— Gordon Thiessen

*La conduite de la politique monétaire dans un pays
voisin d'une grande puissance économique*

*Allocution prononcée par Gordon Thiessen
gouverneur de la Banque du Canada
devant la Canadian Society of New York
New York (États-Unis)
le 9 mars 2000*

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	16
4. Les perspectives en matière d'inflation	20
La conjoncture internationale	20
La demande et l'offre globales au Canada	22
La mesure des attentes relatives à l'inflation	24
Les autres facteurs qui influent sur l'inflation	26
Les autres indicateurs des pressions inflationnistes	27
Les indicateurs de la monnaie et du crédit	27
Les prévisions relatives à l'inflation	29
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

L'économie mondiale a affiché un plus grand dynamisme que ne le prévoyait la Banque dans le *Rapport sur la politique monétaire* de novembre 1999. La croissance s'est accélérée tant dans les économies à marché émergent que dans les pays européens, et le rythme de l'expansion économique a encore augmenté aux États-Unis. Le Japon, toutefois, n'a pas participé jusqu'ici à ce regain d'activité.

Avec le renforcement de l'expansion économique à l'échelle internationale, le risque d'une recrudescence des pressions inflationnistes s'est accru. Cela est particulièrement vrai aux États-Unis, où il est de plus en plus manifeste que la demande se rapproche des limites de l'offre, surtout sur le marché du travail. De plus, sous l'effet de la vive montée qu'ont connue les prix mondiaux du pétrole au cours de l'hiver, le taux d'inflation cité dans les manchettes a enregistré une hausse sensible dans la plupart des pays.

La tenue de l'économie canadienne durant les six derniers mois a aussi été supérieure aux attentes. La croissance a été plus forte que prévu, en raison de la vigueur de la demande extérieure et du raffermissement de la demande intérieure. Par contre, le taux de l'inflation tendancielle a été moins élevé que projeté et est resté l'un des plus bas au sein des principaux pays industriels. Le fait que les taux d'intérêt canadiens se soient maintenus au-dessous de leurs pendants américains s'explique dans une large mesure par ce faible niveau d'inflation.

Cette évolution met en évidence plusieurs facteurs d'incertitude importants dont il faudra tenir compte dans la conduite de la politique monétaire au cours des mois à venir. Tout d'abord, la croissance de la demande de produits canadiens au pays et à l'étranger pourrait demeurer plus robuste que prévu. Deuxièmement, il est possible que les pressions inflationnistes s'intensifient aux États-Unis, ce qui pourrait avoir des conséquences pour le Canada. Troisièmement, la capacité de l'économie canadienne de produire des biens et des services sans que ne s'attisent les tensions inflationnistes pourrait être supérieure à ce qu'on avait cru antérieurement.

Le rythme de l'expansion économique mondiale s'est accéléré...

... ce qui a accru le risque d'une recrudescence des pressions inflationnistes.

La croissance de l'économie canadienne a été supérieure aux attentes.

Les données que renferme le présent rapport s'arrêtent au 1^{er} mai 2000.

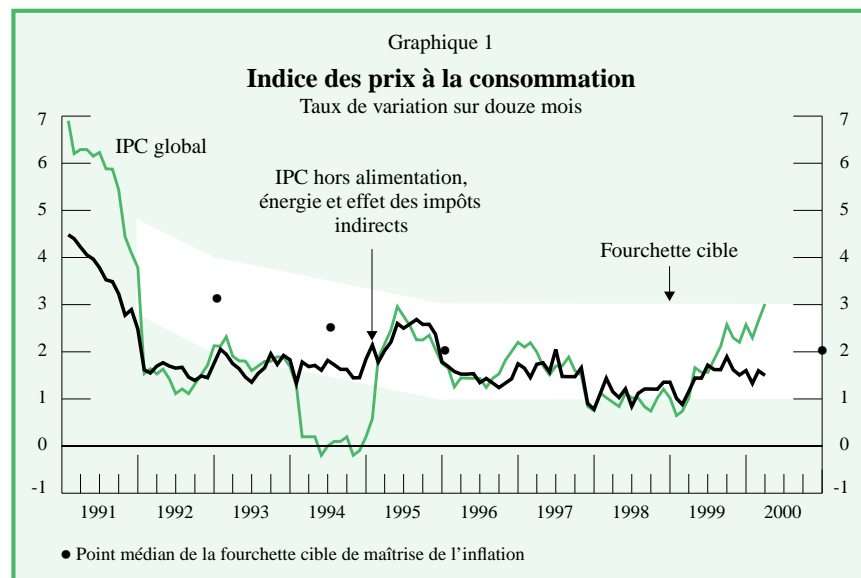
2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

La diminution de l'inflation mesurée par l'indice de référence au cours des six derniers mois était inattendue...

Depuis l'automne dernier, l'inflation mesurée par l'indice de référence (IPC hors alimentation, énergie et effet des modifications des impôts indirects) est descendue plus bas dans la moitié inférieure de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 % visée par la Banque. Cette baisse n'avait pas été prévue. Au moment de la parution du *Rapport* de novembre 1999, on s'attendait à ce que cette mesure de l'inflation augmente pour atteindre le point médian de la fourchette cible au premier trimestre de 2000. Le bond important des prix de l'énergie a fait grimper le taux d'accroissement de l'IPC global, le portant à la limite supérieure de la fourchette cible.

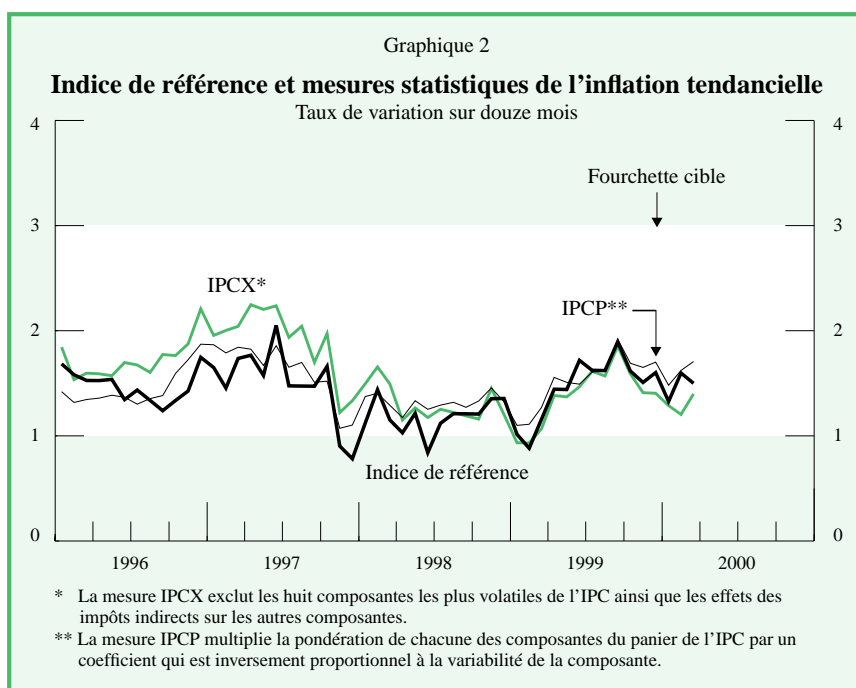
L'inflation et la fourchette cible

Le taux d'augmentation sur douze mois de l'indice de référence était de 1,5 % en mars, contre 1,9 % en septembre dernier (Graphique 1). Les autres mesures statistiques de l'inflation tendancielle se situent autour de l'inflation mesurée par l'indice de référence (Graphique 2).



... et tenait à divers facteurs.

La baisse récente de l'inflation mesurée par l'indice de référence s'explique en bonne partie par l'évolution des prix au sein de plusieurs compartiments de la dépense des ménages. Au cours de la dernière année, les prix de la majorité des produits de consommation non énergétiques (biens et services) que nous importons ont diminué par suite de l'appréciation du dollar canadien et



de la réduction des prix en dollars É.-U. de ces produits. La concurrence a aussi été vive dans le secteur du commerce de détail, ce qui a donné lieu à des rabais sur les biens de consommation semi-durables comme les vêtements et les chaussures et, dans une moindre mesure, sur les biens durables comme les automobiles et les appareils électroménagers. En outre, il semblerait que l'intensité moindre que prévu des pressions exercées sur les capacités de production ait joué un rôle.

Malgré le recul de l'inflation mesurée par l'indice de référence, le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global est passé de 2,6 % en septembre à 3 % en mars. Cette divergence entre les deux mesures est due à l'incidence de la hausse spectaculaire des prix de l'énergie sur l'IPC global (Note technique 1).

La montée des prix de l'énergie était principalement imputable à l'escalade que les cours du pétrole brut ont connue pendant la dernière année sous l'effet des réductions de l'offre opérées par les membres de l'OPEP et plusieurs autres pays producteurs ainsi que de la progression de la demande mondiale. Les prix du gaz naturel se sont également accrus, mais pas autant que ceux du pétrole. Tout dernièrement, les cours mondiaux du pétrole brut se sont repliés quelque peu par rapport au sommet atteint au premier trimestre.

Les prix de nombreux autres produits de base non agricoles — notamment ceux des métaux communs et de la pâte à papier — ont aussi nettement augmenté, en raison surtout du renforcement de

La montée des prix de l'énergie explique celle de l'IPC global.

Note technique 1

Les répercussions de la montée des prix du pétrole sur l'inflation

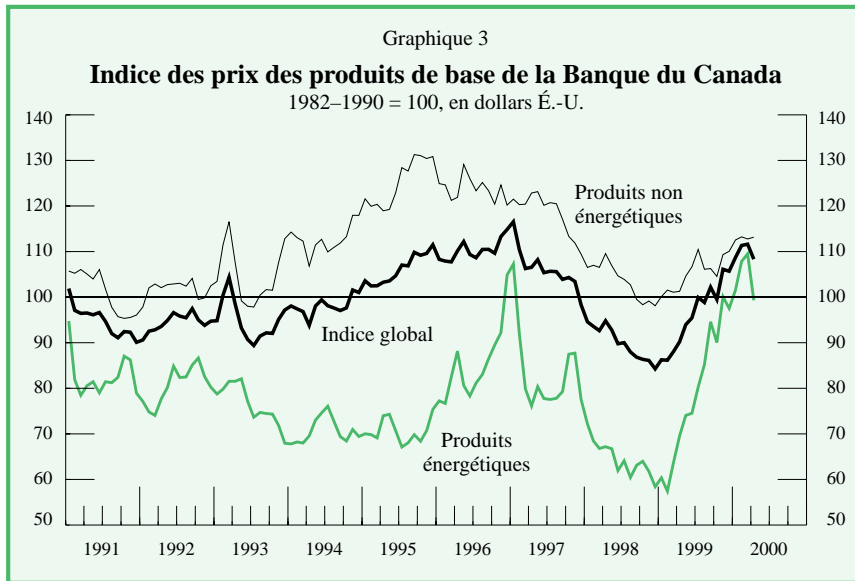
Les fortes fluctuations que les cours du pétrole brut enregistrent depuis deux ans et leur incidence sur l'IPC global montrent bien comme il importe de fonder la politique monétaire sur une mesure de l'inflation tendancielle qui fait abstraction des facteurs volatils. Par suite de réductions marquées de la production et d'un accroissement de la demande mondiale, le prix du baril de pétrole brut, qui s'établissait à un peu plus de 14 \$ É.-U. en octobre 1998, a grimpé de quelque 80 % pour atteindre environ 25 \$ É.-U. au début d'avril 2000. Cette hausse explique en grande partie le bond important des prix à la consommation de l'essence et du mazout, de même que le gros de l'accélération récente du taux d'augmentation de l'IPC global, qui est passé de moins de 1 % au début de 1999 à 3 % actuellement.

Les prix de l'essence et du mazout sont très sensibles aux fluctuations de l'offre et de la demande de pétrole brut à l'échelle internationale. C'est surtout par l'entremise de ces prix que les variations des cours du pétrole brut se répercutent dans un premier temps sur l'IPC. Ces variations peuvent également avoir des effets de première vague sur l'indice de référence car les coûts de l'énergie représentent une part considérable du coût total d'activités comme le transport aérien et routier ou la fabrication de produits en plastique. De plus, si la première vague d'effets amène les agents économiques à anticiper une accélération de l'inflation, les variations des cours du pétrole peuvent, dans un second temps, influencer les salaires et les autres prix.

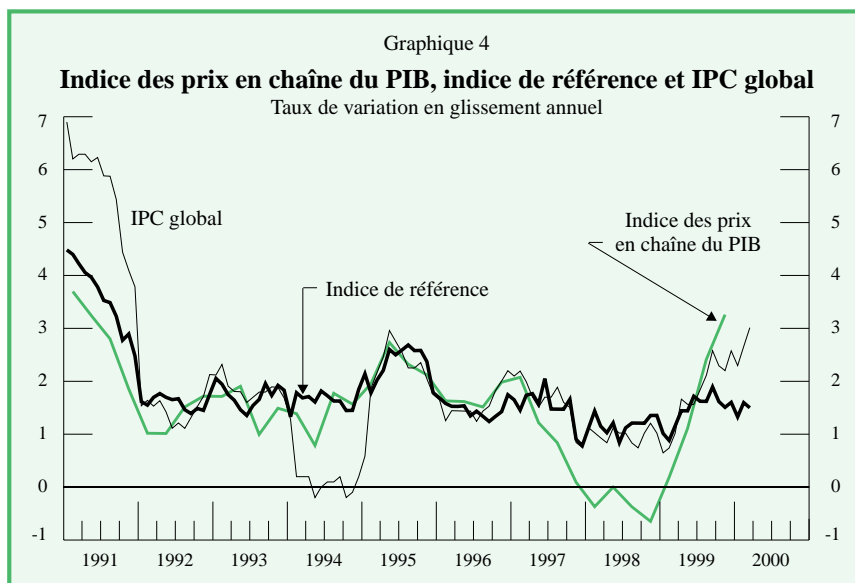
Jusqu'ici, les effets de première vague du renchérissement du pétrole brut sur l'indice de référence semblent limités. On estime qu'ils étaient de moins de 0,1 % en mars — les principaux prix touchés étant les tarifs aériens — compte tenu de l'existence de contrats de longue durée, de la concurrence toujours intense dans le commerce de détail et de la difficulté de répercuter les hausses de coûts sur les prix. Cela tranche avec l'incidence estimative de 0,5 à 0,7 % qu'aurait à long terme une augmentation permanente de 80 % des cours du pétrole sur le niveau de l'indice de référence (si celle-ci devait être intégralement répercutée sur les prix à la consommation et qu'il n'y ait pas d'autre modification marquée des prix du pétrole). Il est vraisemblable toutefois que cette incidence s'échelonne sur plus d'un an. De plus, dans le climat de vive concurrence qui règne actuellement, cette estimation de l'incidence à long terme doit être vue comme maximale, puisque l'on peut s'attendre à ce que les entreprises réduisent leurs coûts en se tournant vers des sources d'énergie meilleur marché et en diminuant leur consommation d'énergie.

En excluant les prix de l'énergie de leur indice de référence, les autorités monétaires peuvent mieux évaluer la tendance de l'inflation et ainsi mieux prévoir les mouvements de celle-ci à l'avenir¹. En retenant une mesure de l'inflation tendancielle, la Banque a fait clairement savoir qu'elle était prête à tolérer les effets de première vague des variations des prix à court terme du pétrole brut sur l'IPC global. Par contre, elle ne tolérera pas ceux de seconde vague. À l'heure actuelle, l'incidence de l'envolée des cours du pétrole brut sur l'IPC global semble s'être limitée aux effets de première vague. Toutefois, la Banque suivra la situation de près afin de déceler tout signe manifeste que des effets de seconde vague sont en train de se propager dans l'économie. Si les cours du pétrole brut demeurent voisins de 25 \$ É.-U. ou fléchissent encore, la Banque croit que le taux d'augmentation de l'IPC global se mettra à diminuer pour se rapprocher de celui de l'indice de référence durant le deuxième trimestre de 2000.

1. Suivant le même principe, la Banque omet les composantes plus volatiles ou réduit leurs pondérations lorsqu'elle crée d'autres mesures statistiques de l'inflation tendancielle comme IPCX et IPCP. L'essence, le mazout et le gaz naturel sont trois des huit composantes les plus volatiles qui sont exclues d'IPCX. Est aussi exclu de cette mesure (mais pas de l'indice de référence) le prix du transport interurbain (principalement constitué des tarifs aériens), lequel est très sensible aux prix du pétrole.



la demande à l'échelle internationale. Cette augmentation, combinée au renchérissement du pétrole, a eu pour effet d'accroître de 32 % depuis la fin de 1998 le prix moyen en dollars É.-U. des principales matières premières que produit le Canada, selon l'indice des prix des produits de base de la Banque (Graphique 3). Le redressement important des prix des produits de base que nous exportons est également responsable de la hausse marquée en 1999 de l'indice des prix en chaîne du PIB (une mesure globale du prix des biens et services produits au Canada) relativement à l'indice de référence (Graphique 4).



Les facteurs qui influent sur l'inflation

La demande globale

L'expansion de l'économie canadienne s'est raffermie au second semestre de 1999 et au début de 2000...

... à la faveur de l'accélération de la croissance des exportations.

Les dépenses des ménages ont aussi été vigoureuses...

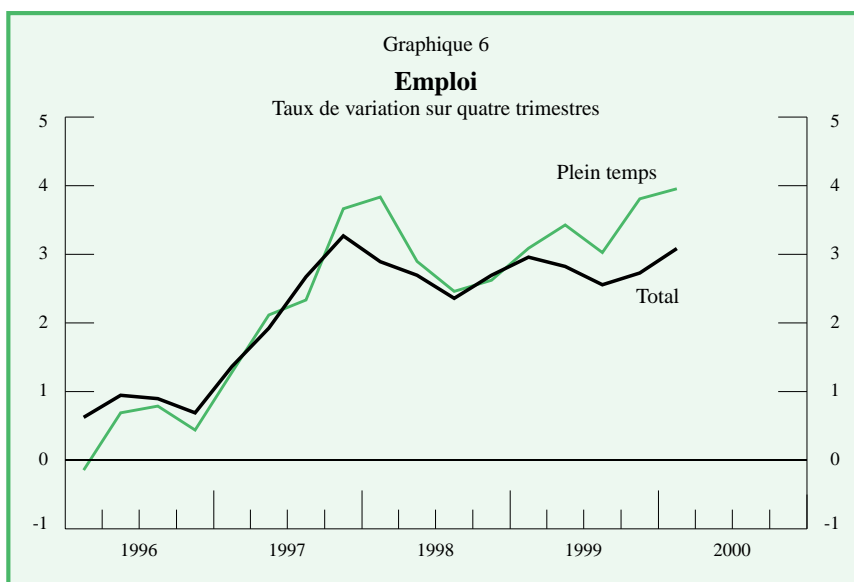
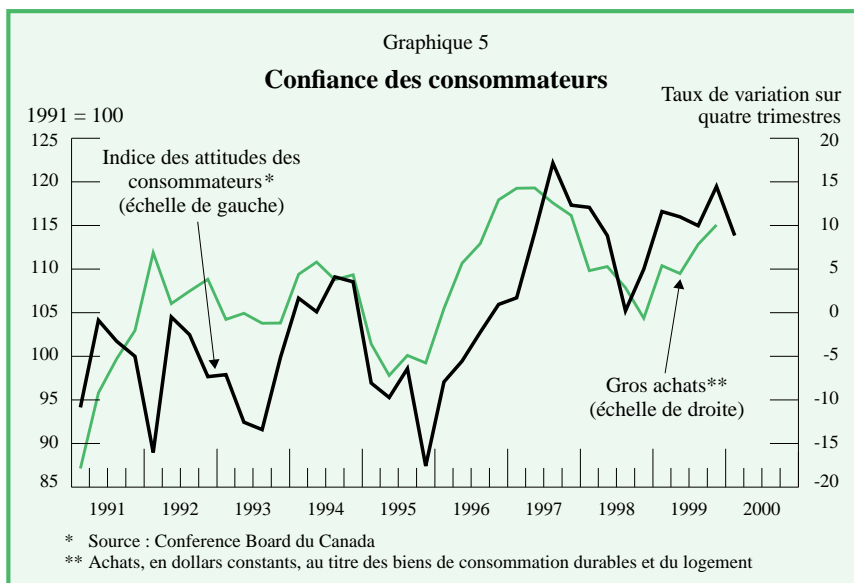
... tout comme les dépenses d'investissement des entreprises.

Le rythme d'expansion de l'économie canadienne a continué de se raffermir au cours du second semestre de 1999 et au début de 2000, grâce à l'extraordinaire vigueur de l'activité économique aux États-Unis, à une nouvelle augmentation des cours mondiaux des produits de base et à l'essor grandissant de la demande intérieure. Le PIB réel du Canada a crû de 5,0 % en taux annuel au second semestre de 1999, contre 4,3 % au premier semestre. Pour ce qui est du premier trimestre de 2000, les chiffres les plus récents donnent à penser que la croissance s'est poursuivie à un rythme rapide de près de 4 à 5 %.

L'expansion remarquable de la demande globale aux États-Unis et la forte position concurrentielle de l'industrie canadienne ont contribué à l'accélération du rythme de croissance des exportations en volume, surtout celles des produits finis comme les machines et le matériel ainsi que les produits automobiles. En outre, la remontée des prix des produits de base a donné lieu à une reprise de la progression du volume des exportations de matières premières.

La croissance des dépenses des ménages a légèrement fléchi au second semestre de 1999; elle est néanmoins demeurée élevée, à la faveur d'un regain de confiance des consommateurs et d'un nouvel accroissement du revenu réel des particuliers (Graphique 5). D'après les données reçues jusqu'ici, les dépenses des ménages ont continué à progresser vigoureusement au premier trimestre de 2000. L'importante hausse du revenu disponible réel est largement attribuable à de solides gains au chapitre de l'emploi, surtout en ce qui concerne les emplois à plein temps (Graphique 6). De fait, le taux de chômage a encore diminué. La baisse des taux d'imposition des particuliers et, dans une moindre mesure, l'augmentation de la richesse personnelle liée à la démutualisation récente des compagnies d'assurance vie canadiennes ont également contribué à soutenir la confiance des consommateurs et la dépense des ménages.

Encouragées par les perspectives économiques et leurs propres perspectives financières, les entreprises canadiennes ont continué d'accroître de façon marquée leurs dépenses en biens d'équipement au cours du second semestre de 1999. Les dépenses en machines et matériel ainsi qu'en installations sont restées élevées. Les investissements dans l'industrie pétrolière et gazière se sont en particulier ressaisis de façon considérable au second semestre, par suite du vif renchérissement du pétrole brut et du gaz naturel.



Les premiers indicateurs incitent à croire que la progression vigoureuse des investissements s'est poursuivie au premier trimestre de 2000.

Les importations ont continué d'afficher une croissance élevée au cours des six derniers mois de 1999 et au début de 2000, en raison notamment de l'essor rapide de la demande intérieure de biens à forte teneur en importations comme les machines et le matériel ainsi que les véhicules automobiles.

La balance courante canadienne (en valeur) a continué de s'améliorer au second semestre de 1999 et a atteint l'équilibre au troisième trimestre, avant de redevenir légèrement déficitaire en

Les importations ont affiché une croissance extrêmement robuste.

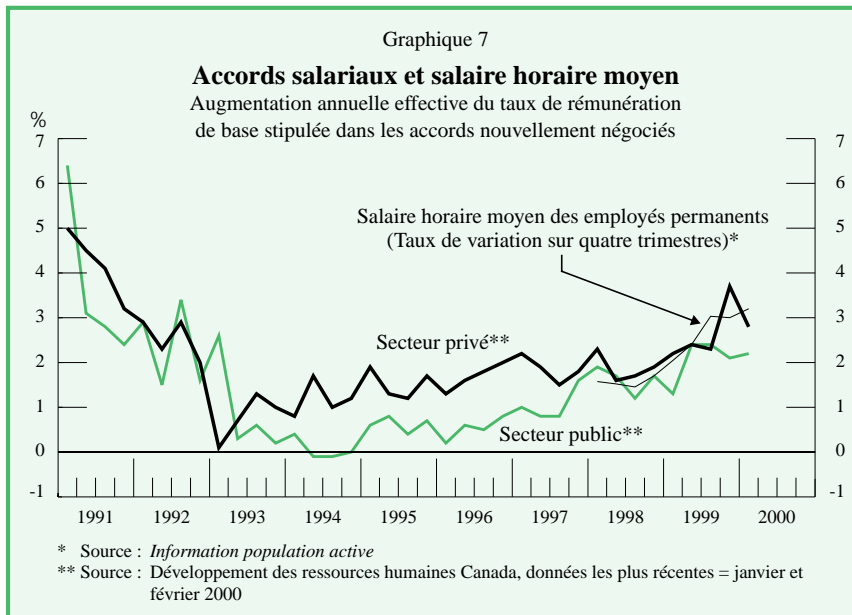
fin d'année. Son amélioration traduisait un redressement des termes de l'échange, attribuable surtout à la hausse des prix des produits de base. Cet avantage au chapitre des prix a partiellement contrebalancé une diminution de l'excédent de la balance commerciale en volume, liée au fait que la croissance des importations continuait de dépasser celle des exportations. Les premières données semblent indiquer que le solde de la balance courante est probablement redevenu excédentaire au premier trimestre, à la faveur d'un bond de l'excédent commercial en chiffres réels et d'une nouvelle amélioration des termes de l'échange.

La maîtrise des coûts

Le rythme d'augmentation des salaires s'est accéléré, mais il demeure modeste par rapport aux gains de productivité et à l'inflation.

La Banque surveille un certain nombre de mesures des salaires, dont chacune possède ses propres limites. Dans l'ensemble, ces mesures donnent à penser que le rythme d'augmentation des salaires s'est accéléré quelque peu, mais qu'il est demeuré égal ou légèrement inférieur à celui qui serait compatible avec le taux de croissance moyen de la productivité et la tenue récente de l'inflation tendancielle au Canada.

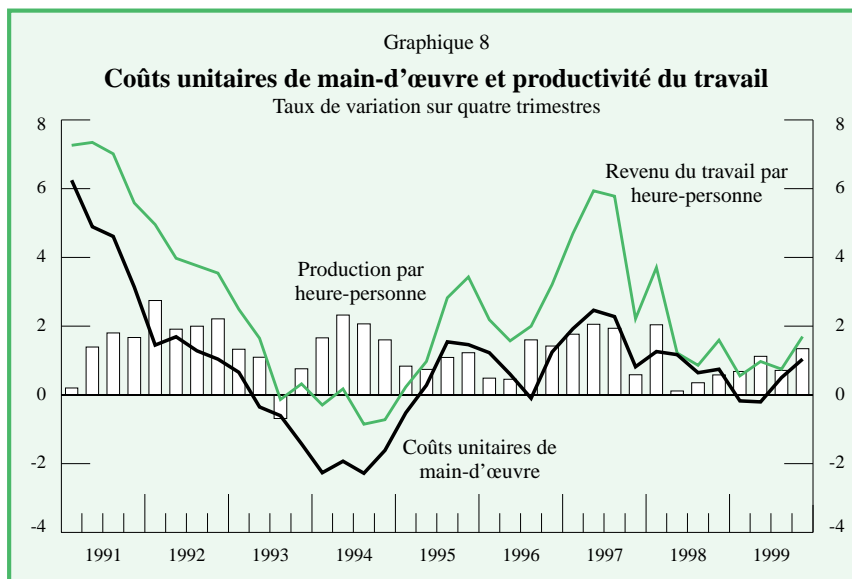
La progression sur quatre trimestres des gains horaires moyens (heures supplémentaires non comprises) pour les employés permanents, dont fait état depuis quelque temps seulement la publication de Statistique Canada intitulée *Information population active*, a affiché une tendance modérée à la hausse depuis la fin de 1998. Elle s'est établie à 3,2 % au premier trimestre de 2000, contre 3,0 % au trimestre précédent. En revanche, une autre mesure globale, à savoir le taux d'accroissement sur quatre trimestres des revenus du travail par heure-personne, a été assez stable en 1999 et s'est maintenue entre 1 et 2 %. Selon les données relatives aux accords salariaux, qui ne se rapportent qu'à environ 20 % des emplois salariés (agriculture exclue), la moyenne des hausses annuelles consenties aux employés syndiqués du secteur privé est remontée depuis 1998. Elle a atteint 2,7 % au deuxième semestre de 1999, comparativement à 2,3 % au premier, en raison principalement de la signature d'ententes dans l'industrie automobile. En janvier et en février 2000, les augmentations accordées dans le secteur privé ont été en moyenne de 2,8 % (Graphique 7). Enfin, selon une enquête sur la rémunération réalisée aux mois d'août et de septembre 1999 par le Conference Board du Canada, les hausses salariales pour 2000 pourraient être légèrement inférieures à celles octroyées en 1999. Ainsi, on prévoit des augmentations de 3,4 % pour les employés non syndiqués du secteur privé, alors qu'elles avaient été de 3,6 % en 1999. Il se peut toutefois que ces prévisions soient révisées à la hausse, compte tenu du dynamisme inattendu affiché par l'économie depuis que l'enquête a été menée.



Après avoir fait piètre figure en 1998, la production par heure-personne s'est redressée l'année dernière. Au quatrième trimestre de 1999, elle avait progressé de plus de 1 % par rapport à la même période l'année précédente (Graphique 8). Conjuguée aux gains modérés enregistrés au chapitre du revenu du travail par heure-personne, cette amélioration de la productivité du travail a donné lieu en 1999 à une augmentation modeste de l'ordre de 1 % des coûts unitaires de main-d'œuvre, ce qui est inférieur à l'inflation mesurée par l'indice de référence. Les dépenses que les entreprises consacrent à l'achat de machines et de matériel, surtout d'ordinateurs, sont restées très vigoureuses en 1999, ce qui est de bon augure pour la croissance future de la productivité.

La productivité du travail s'est progressivement redressée en 1999...

... et le dynamisme des investissements en machines et matériel laisse présager de nouveaux gains de productivité.



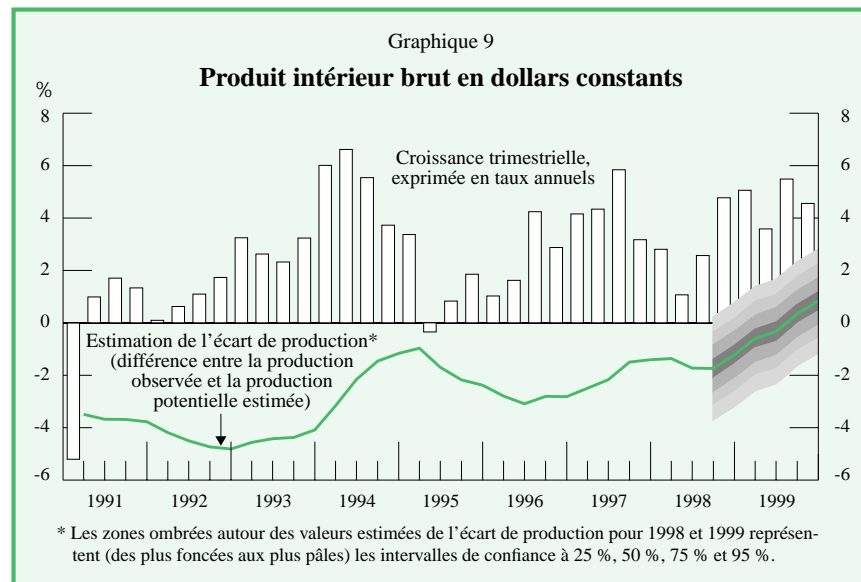
Les pressions estimatives sur la capacité de l'économie

La mesure usuelle de la production potentielle que la Banque utilise donne à penser que l'économie est aux prises avec une demande excédentaire...

... mais d'autres indicateurs laissent croire que cette mesure sous-estime les capacités de production.

La Banque estimait, au moyen des techniques de mesure qu'elle a coutume d'utiliser, que l'économie canadienne tournait au milieu de 1999 à un régime d'environ 0,50 % inférieur à celui qui correspond à sa capacité de production. Selon les estimations obtenues à l'aide de ces mêmes techniques, l'économie fonctionnait à la fin de l'année à un rythme de près de 0,75 % au-dessus de cette capacité¹. L'estimation de la production potentielle est toujours entachée d'une grande incertitude, comme en fait foi le large intervalle de confiance dont s'accompagne l'évaluation de l'écart de production (Graphique 9). Étant donné cette incertitude et le niveau particulièrement élevé du taux d'utilisation des capacités dans l'économie, la Banque a souligné la nécessité d'observer divers autres indicateurs pour pouvoir évaluer l'intensité des pressions qui s'exercent sur la capacité de production.

Un certain nombre de ces indicateurs laissent supposer que la mesure de la production potentielle que la Banque utilise d'ordinaire a sous-estimé la capacité de l'économie de produire des biens et services sans que s'intensifient les pressions inflationnistes. Avant toute chose, en dépit de la rapidité inattendue de l'expansion de l'économie, l'inflation mesurée par l'indice de réf-



1. Au moment de la publication du *Rapport* de novembre, on avait estimé à environ 0,25 % la marge de capacités inutilisées au milieu de 1999. Les estimations passées de l'écart de production ont été mises à jour à la suite de la révision à la hausse apportée par Statistique Canada au niveau du PIB pour le premier semestre de 1999 et en raison de la croissance plus forte que prévu du PIB au deuxième semestre.

rence a été plus faible que prévu ces derniers mois, ce qui ne peut être expliqué entièrement par des facteurs spéciaux de nature temporaire. Qui plus est, même si les produits que nous exportons sont très en demande, les données de Statistique Canada relatives aux commandes en carnet ne montrent aucun goulot d'étranglement important dans la production. Les niveaux des stocks semblent aussi à peu près équilibrés. Sur le marché du travail, certains signes témoignent d'une accélération du rythme de progression des salaires, mais, dans l'ensemble, les augmentations ont été modestes jusqu'ici comparativement à la croissance de la productivité et à l'inflation, et les taux d'activité sont à la hausse. Il pourrait donc y avoir davantage de ressources inutilisées sur le marché du travail que ne l'indique la mesure usuelle de la production potentielle.

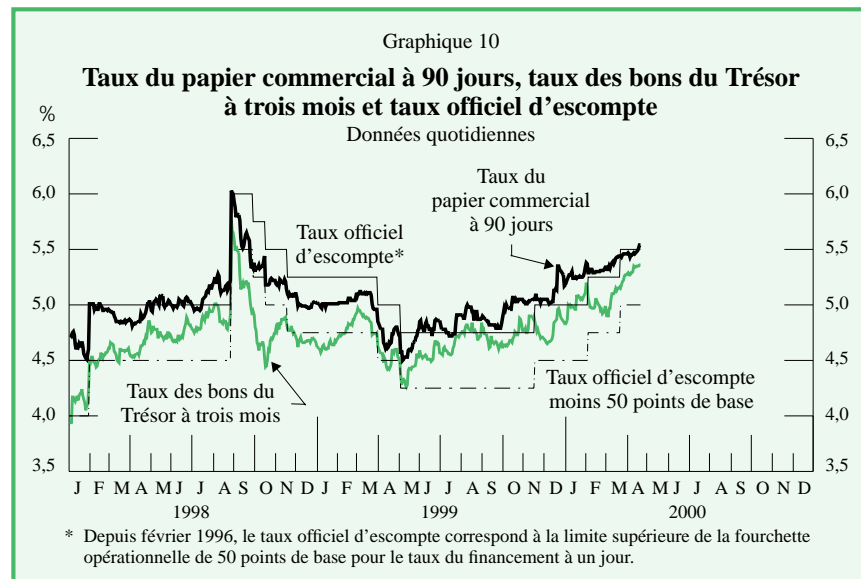
Parallèlement, plusieurs autres indicateurs donnent à penser que les capacités inutilisées de l'appareil de production sont en train d'être absorbées rapidement. La mesure du taux d'utilisation des capacités du secteur des produits non agricoles que publie Statistique Canada s'est accrue au deuxième semestre de 1999 et a touché le sommet qu'elle avait atteint à la fin des années 1980. En outre, le taux de chômage est descendu juste au-dessous de 7 % au début de 2000, à un niveau qui ne s'était pas vu depuis 24 ans, et des pénuries de main-d'œuvre ont été signalées non seulement chez les spécialistes des technologies de l'information mais aussi, entre autres, chez les camionneurs et les ouvriers qualifiés dans les secteurs de la fabrication et de la construction.

Somme toute, la gamme complète des indicateurs incite à croire que la mesure usuelle de la production potentielle que la Banque utilise a sous-estimé les capacités de production au sein de l'économie canadienne. La Banque est donc d'avis que cette dernière n'était pas encore aux prises avec une demande excédentaire à la fin de 1999, mais qu'elle était en train de rapidement absorber les capacités inutilisées.

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

La Banque a relevé les taux à court terme à deux reprises pour maintenir l'inflation tendancielle à l'intérieur de la fourchette cible de 1 à 3 %.

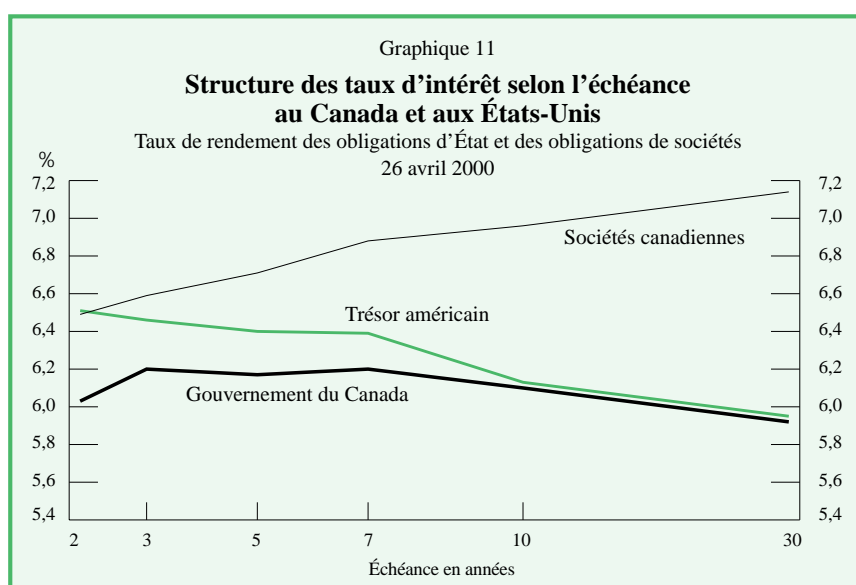
La Banque du Canada a relevé le taux officiel d'escompte de 25 points de base (Graphique 10) les 3 février et 22 mars derniers, pour le porter à 5,5 % et ainsi faire passer le taux cible du financement à un jour à 5,25 %. Ces hausses avaient pour objet de maintenir la tendance future des prix à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 % que vise la Banque et de permettre ainsi à l'économie canadienne de continuer à croître à un rythme soutenable.



Les mesures prises par la Banque tenaient compte de l'incidence sur l'économie canadienne des augmentations des taux directeurs de la Réserve fédérale américaine et d'une propagation à notre pays des fortes pressions exercées par la demande aux États-Unis. Lorsqu'elle a annoncé le relèvement de ses taux, la Réserve fédérale a souligné les risques d'une intensification des pressions inflationnistes aux États-Unis dans un avenir assez proche, en raison de la vigueur insoutenable de la demande. Bien qu'il y ait d'importantes similitudes entre la conjoncture économique du Canada et celle de son voisin du sud, on observe aussi entre ces dernières des différences marquées, et le taux que vise la Banque du Canada pour le financement à un jour demeure inférieur de

75 points de base au taux cible établi par les autorités monétaires américaines pour les fonds fédéraux.

Les hausses des taux d'intérêt dans les deux pays étaient largement attendues sur les marchés financiers. De fait, on croyait que, n'eût été la nécessité de fournir temporairement au système des liquidités supplémentaires à l'approche du passage à l'an 2000, les conditions monétaires aux États-Unis auraient été resserrées un peu plus tôt. Comme les taux à court terme en vigueur sur les marchés canadiens et américains avaient déjà augmenté dans l'expectative des relèvements des taux directeurs, l'annonce effective de ces relèvements n'a presque pas eu d'incidence sur eux.



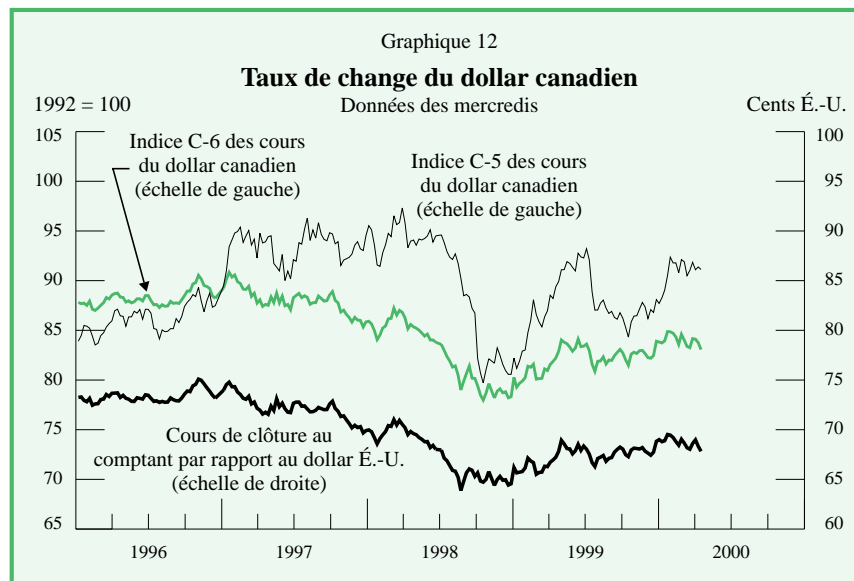
La courbe des rendements s'est considérablement aplatie au cours des six derniers mois, les taux à moyen terme et plus particulièrement les taux à long terme s'étant repliés (Graphique 11). Les réductions des besoins de financement du gouvernement ont fortement contribué à la baisse des rendements obligataires. Au Canada comme aux États-Unis, le marché des obligations de l'État s'est ressenti de la réduction réelle et prévue des emprunts publics à long terme, qui s'est traduite par une étroitesse des marchés, notamment pour les titres à 30 ans, et par des variations inopinées des prix à certains moments. Ainsi, la courbe de rendement des obligations du gouvernement canadien présente actuellement une bosse, les taux des obligations de 3 à 10 ans dépassant ceux des obligations à 30 ans. Aux États-Unis, la courbe de rendement des

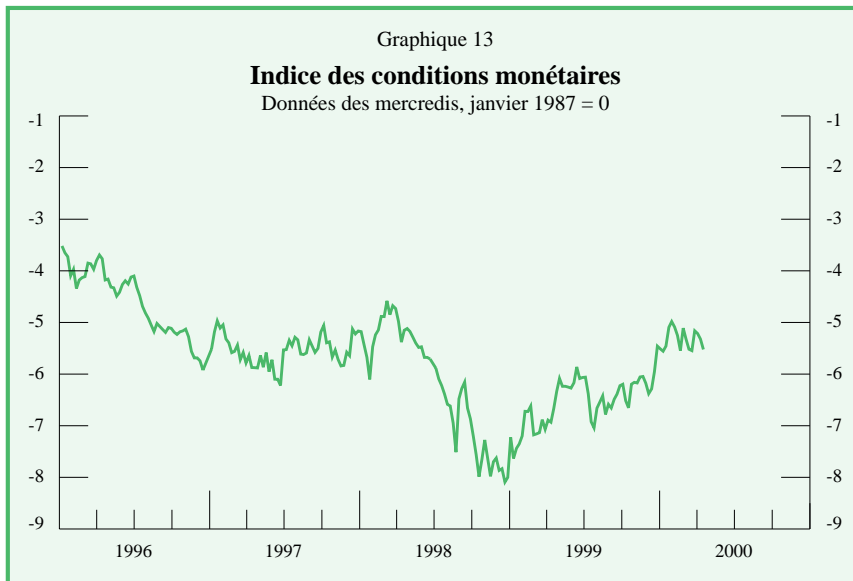
Des facteurs d'ordre technique ont fait chuter les taux de rendement des obligations à long terme du gouvernement.

obligations du Trésor s'est inversée depuis novembre et affiche maintenant une pente négative. Quant à la courbe de rendement des obligations des sociétés canadiennes — qui a été moins touchée par des facteurs exceptionnels du côté de l'offre et qui reflète le coût du financement dans le secteur privé —, elle a une pente positive tout à fait normale. Il reste, malgré tout, que le dynamisme observé en général sur les marchés des titres à revenu fixe est alimenté par une solide confiance dans la stabilité des prix à long terme.

Le cours du dollar canadien pondéré en fonction des échanges commerciaux est demeuré relativement ferme grâce à des facteurs fondamentaux favorables.

Il y a eu une nette demande pour les actifs libellés en dollars canadiens sur le marché des changes ainsi que sur le marché obligataire, comme en témoigne la fermeté relative qu'a affichée depuis novembre le cours du dollar canadien pondéré en fonction des échanges commerciaux (Graphique 12). Cette fermeté est attribuable au redressement du marché des ressources naturelles, à l'amélioration du solde de la balance des paiements courants et à la conviction croissante que la solide expansion économique allait se poursuivre pendant un certain temps encore. Bien que le dollar canadien ne se soit pas raffermi vis-à-vis du dollar américain, qui a fait preuve d'une grande vigueur, il s'est fortement apprécié par rapport aux devises d'outre-mer.





L'indice des conditions monétaires de la Banque a augmenté sous l'effet de la montée des taux à court terme du marché, pour s'établir récemment entre -5,5 et -5,0, alors qu'au second semestre de 1999, il avait oscillé entre -7,0 et -6,0 (Graphique 13).

4. LES PERSPECTIVES EN MATIÈRE D'INFLATION

Selon nos analyses, les forces à l'œuvre laissent encore présager que des pressions à la hausse s'exerceront sur l'inflation mesurée par l'indice de référence. Cependant, cette projection demeure entachée de plusieurs incertitudes importantes.

La conjoncture internationale

Il y a de bonnes chances que la reprise se poursuive dans les économies à marché émergent.

On s'attend à une croissance robuste de la production dans la zone euro et au Royaume-Uni.

L'économie du Japon devrait continuer de bénéficier de l'application de mesures de relance budgétaire.

L'économie mondiale a de nouveau gagné en vigueur, et les taux de croissance enregistrés à l'heure actuelle dans bon nombre de régions du globe dépassent les attentes². Cette expansion plus rapide que prévu résulte dans une grande mesure de la tenue des économies à marché émergent, dont les perspectives d'évolution pour l'an 2000 sont généralement très encourageantes. Dans les pays asiatiques que la crise financière de 1997-1998 avait frappés de plein fouet, la reprise continue de se raffermir. La croissance a été faible en 1999 en Amérique latine, sauf au Mexique, mais la situation devrait s'améliorer sensiblement cette année.

Dans la zone euro ainsi qu'au Royaume-Uni, le rythme de l'expansion économique a augmenté au deuxième semestre de 1999, pour se situer aux alentours de 3,5 %. Bien que l'on s'attende à ce que ce rythme soit un peu moins rapide en 2000, l'activité devrait rester vigoureuse. Le taux d'inflation cité dans les manchettes s'est accru dans les deux régions, mais c'est essentiellement le renchérissement de l'énergie (conjugué au relèvement des taux des prêts hypothécaires au Royaume-Uni) qui semble expliquer la hausse observée récemment. La Banque centrale européenne (BCE) et la Banque d'Angleterre ont majoré leurs taux directeurs afin de contrecarrer les risques d'inflation découlant de l'accroissement de la demande et, dans le cas de la BCE, de la dépréciation de l'euro.

Les perspectives restent beaucoup plus incertaines au Japon, où l'anémie de la demande intérieure finale a donné lieu, au quatrième trimestre de 1999, au deuxième recul d'affilée du PIB réel. Des indicateurs plus récents laissent entrevoir que, malgré la vigueur persistante du yen vis-à-vis des autres monnaies, la croissance devrait se renforcer au premier semestre de cette année, à la faveur du programme de relance budgétaire annoncé par le gouvernement en novembre dernier. Toutefois, on ne sait toujours pas

2. Dans la livraison du printemps des *Perspectives de l'économie mondiale*, le FMI prévoit pour 2000 une croissance économique de 4,2 % à l'échelle mondiale (comparativement à 3,3 % en 1999), ce qui dépasse de 0,8 point de pourcentage le taux avancé dans la livraison précédente de cette publication (octobre 1999).

quand une reprise durable, reposant sur la demande du secteur privé, s'amorcera dans ce pays.

Aux États-Unis, la croissance du PIB réel a continué d'être supérieure aux attentes, se hissant au-dessus de 7 % en taux annuel au dernier trimestre de 1999, pour s'établir à 4,6 % en moyenne pendant l'année. Cet essor marqué de l'activité s'est poursuivi durant les premiers mois de 2000. (Selon des données préliminaires, le PIB aurait crû au rythme de 5,4 % au premier trimestre.) On prévoit cependant un certain ralentissement du rythme de l'expansion économique au cours de cette année et en 2001, car le faible taux d'épargne des particuliers et les hausses récentes et attendues des taux d'intérêt devraient modérer la croissance des dépenses de consommation. La volatilité observée sur les places boursières pourrait aussi tempérer l'optimisme des consommateurs. Le taux d'inflation hors alimentation et énergie aux États-Unis a augmenté pour dépasser 2 %. Toutefois, d'importants gains de productivité ont contribué à contenir les pressions globales sur les coûts et les prix.

Malgré ces facteurs généralement favorables, les risques d'une résurgence de l'inflation subsistent aux États-Unis en raison du niveau élevé d'utilisation des ressources et du rythme rapide de la croissance de la demande globale, qui dépasse celui de la production potentielle. Par conséquent, les autorités monétaires américaines ont procédé à un relèvement graduel de leurs taux directeurs. La croissance de l'activité devrait se modérer par rapport au rythme insoutenable qu'elle enregistre à l'heure actuelle, mais on ne sait pas exactement dans combien de temps cela se produira. Ce qui est clair toutefois, c'est qu'il est nécessaire que le rythme de l'expansion économique aux États-Unis ralentisse et s'établisse à des niveaux proches du taux de croissance de la production potentielle, sinon inférieurs à celui-ci.

Un autre facteur de déséquilibre au sein de l'économie américaine est l'important déficit de la balance courante, qui reflète les niveaux trop élevés et le rythme de croissance trop rapide de la demande par rapport à l'offre. Bien que l'on s'attende à ce que ce déficit s'amenuise à mesure que l'économie américaine décélérera et que la reprise se consolidera outre-mer, il est peu probable que cette diminution soit substantielle si le dollar américain ne se déprécie pas à moyen terme.

Les cours du pétrole brut ont connu une envolée au cours du premier trimestre de 2000, puis ils se sont inscrits en baisse par suite de l'annonce d'une augmentation de la production par les pays de l'OPEP en avril. On croit qu'ils se stabiliseront ou même fléchiront encore légèrement dans le courant de l'année. En revanche, les prix des produits de base non énergétiques devraient continuer de se raffermir en réaction à la forte croissance de la demande globale.

Même si l'on s'attend à ce que la croissance économique ralentisse aux États-Unis...

... l'inflation hors alimentation et énergie risque de s'accélérer.

Les prix des produits de base non énergétiques devraient poursuivre leur remontée.

La demande et l'offre globales au Canada

Même si on s'attend à ce que l'expansion de l'économie américaine ralentisse en 2000 par rapport au rythme effréné qu'elle affichait récemment, on croit tout de même qu'elle demeurera plutôt robuste et s'établira aux alentours de 4 % (d'un quatrième trimestre à l'autre). Ces prévisions, conjuguées au redressement considérable des prix des produits de base et au dynamisme de la demande intérieure, donnent à penser que la croissance de l'activité au Canada sera vigoureuse cette année. Étant donné que le niveau de l'activité aux États-Unis est déjà élevé par rapport à la capacité de production de ce pays, la Banque prévoit, pour 2001, que le taux de croissance de l'économie américaine diminuera encore pour descendre sous celui de la production potentielle (qui serait d'environ 3,25 % selon les estimations actuelles de la Banque), ce qui aiderait à remédier dans une certaine mesure aux déséquilibres mentionnés précédemment. Ce scénario contribuerait aussi grandement à ralentir la croissance de l'économie canadienne.

La croissance des exportations canadiennes devrait décélérer cette année, tout comme celle des importations.

La baisse de régime attendue aux États-Unis, conjuguée à l'affaiblissement de l'impulsion fournie par la dépréciation antérieure du dollar canadien, devrait commencer à modérer l'avance des exportations canadiennes dans le courant de l'année. Mais le regain d'activité observé chez bon nombre des autres partenaires commerciaux du Canada ainsi que le renchérissement des produits de base devraient tempérer quelque peu ce repli. La croissance des importations devrait aussi marquer le pas cette année, en réponse à un tassement de celle de la demande de biens à teneur élevée en importations.

On prévoit que l'expansion de la demande des ménages demeurera robuste...

De nouveaux gains au chapitre de l'emploi, les paiements du gouvernement fédéral résultant du règlement sur la parité salariale et les réductions de l'impôt sur le revenu des particuliers devraient rendre les consommateurs très confiants et alimenter une forte progression de la demande des ménages. La volatilité affichée récemment par les cours des actions pourrait cependant inciter les consommateurs à une plus grande prudence en matière de dépenses.

... et que les investissements des entreprises resteront élevés.

Après avoir connu un essor marqué en 1999, attribuable en partie aux préparatifs liés au passage à l'an 2000, les investissements des entreprises devraient demeurer élevés cette année, à la faveur de la forte progression que devrait connaître la demande extérieure et intérieure et de rentrées de fonds substantielles dans le secteur de l'exploitation des ressources naturelles. Il se pourrait même qu'ils continuent d'augmenter à un rythme rapide puisque les ressources qui étaient consacrées à la préparation au passage à l'an 2000 peuvent dorénavant être affectées à l'accroissement de la capacité de production.

Le budget fédéral déposé en février 2000 est un peu plus expansionniste que ce que donnaient à entendre les perspectives en matière de finances publiques présentées en novembre dernier dans la *Mise à jour économique et financière* de 1999. Les dépenses supplémentaires annoncées devraient être réparties sur 2000 et 2001.

Les plus récentes prévisions du secteur privé concernant la croissance du PIB réel (en moyenne annuelle) ont été sensiblement révisées à la hausse; elles s'établissent à l'heure actuelle à 4,1 % pour 2000, au lieu des 2,9 % projetés au moment de la parution du *Rapport* de novembre. Pour 2001, les prévisionnistes tablent maintenant sur une progression du PIB réel de l'ordre de 3,1 %.

En tenant compte de la révision à la hausse du rythme de l'expansion économique enregistrée en 1999 ainsi que des données les plus récentes, la Banque prévoit que l'avance de la production au Canada atteindra de 4 à 4,5 % environ en 2000³. Ce pronostic, conjugué aux estimations de la croissance de la production potentielle qui s'établissent entre 2,5 et 3,0 % cette année, selon la mesure usuelle de la Banque, implique que des pressions émanant d'une demande excédentaire pourraient fort bien commencer à se faire sentir au Canada au cours de l'année. Si l'on veut prévenir une intensification des pressions inflationnistes, il faudra que la croissance de l'économie ralentisse pour se rapprocher de celle de la production potentielle en 2001. Cela suppose une décélération de l'expansion économique aux États-Unis combinée à un tassement de la progression de la demande intérieure au Canada.

Au moment d'établir ses projections au sujet des pressions qu'exercera la demande en 2001, la Banque doit tenir compte non seulement de l'incertitude entourant le *niveau* actuel de la production potentielle mais aussi de celle concernant le *taux de croissance* futur des capacités de production. L'ampleur des restructurations qui ont été opérées dans les secteurs privé et public au cours des années 1990, les hauts niveaux d'investissement en machines et matériel observés récemment et la possibilité que l'accélération marquée de la productivité du travail aux États-Unis gagne le Canada donnent tous à penser que le taux de croissance de la productivité canadienne pourrait augmenter dans l'avenir. Il est toutefois plus difficile encore de prédire l'importance de cet accroissement et le moment où il se produira que d'évaluer le niveau actuel des capacités de production (Note technique 2). Par conséquent, la Banque suivra de près tous les indicateurs pouvant la renseigner sur les capacités de production et sur le degré de pression s'exerçant sur celles-ci pour repérer les signes attestant

L'avance de la production devrait être de l'ordre de 4 à 4,5 % en 2000...

... puis elle devra ralentir pour se rapprocher de la croissance de la production potentielle en 2001.

3. Dans sa mise à jour de février, la Banque estimait que la progression du PIB réel avoisinerait cette année la limite supérieure de la plage de 2,75 à 3,75 % qu'elle projetait dans la livraison de novembre du *Rapport*.

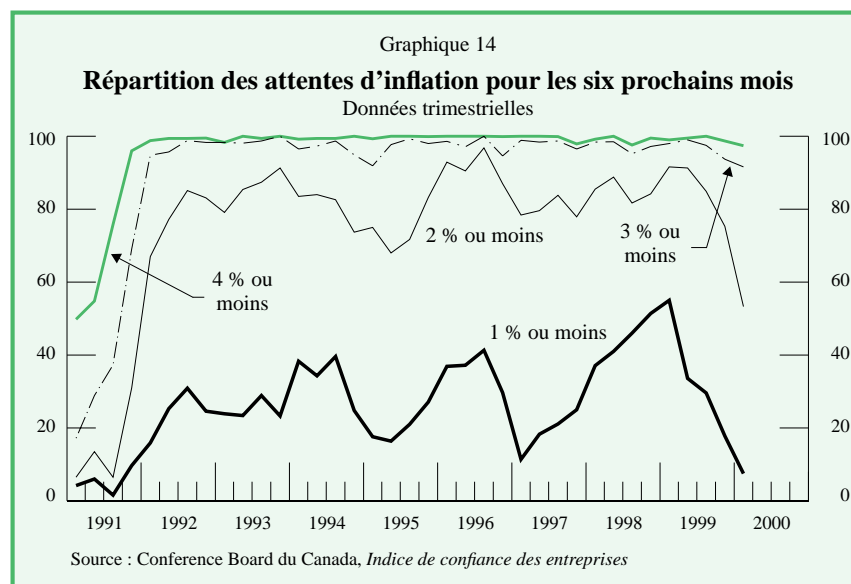
d'une hausse du taux de croissance de la production potentielle. Jusqu'à ce que de tels signes soient manifestes, la Banque fera preuve de prudence dans l'établissement de ses projections.

La mesure des attentes relatives à l'inflation

Les résultats de l'enquête périodique du Conference Board sur la confiance des entreprises canadiennes qui ont été publiés ce printemps révèlent que 53 % des répondants s'attendaient à ce que les prix augmentent en général au cours des six mois suivants à un rythme de 2 % ou moins, et 92 %, à un rythme de 3 % ou moins (Graphique 14). Le pourcentage des répondants qui anticipaient un taux de 2 % ou moins est en forte baisse par rapport à l'automne dernier, ce qui s'explique vraisemblablement par l'incidence récente sur l'IPC global de l'envolée des cours mondiaux du pétrole. De même, environ 92 % des entreprises sondées en mars dernier par les représentants régionaux de la Banque estimaient que l'inflation mesurée par cet indice allait demeurer cette année dans la fourchette de 1 à 3 % visée. Selon les prévisions du secteur privé, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait s'établir en moyenne à 2,3 % en 2000 (au lieu des 2,0 % avancés à l'automne) et à 2,1 % en 2001. Ces révisions à la hausse tiennent largement à la montée des prix de l'énergie. Les taux d'inflation prévus à plus long terme varient généralement entre 1,7 et 1,9 %, selon l'horizon considéré (Graphique 15).

Au cours des six derniers mois, l'écart de rendement entre les obligations classiques et les obligations à rendement réel a eu tendance à varier au gré des fluctuations des rendements nominaux,

L'inflation attendue à long terme se situe près du point médian de la fourchette cible.



Note technique 2

L'évolution de la productivité au Canada et aux États-Unis

Depuis 1995, l'activité aux États-Unis a progressé en moyenne d'environ 4 % par année en termes réels, et l'inflation s'y est maintenue à de bas niveaux. Les observateurs ont fait remarquer que cette tenue exceptionnelle s'est accompagnée d'un essor de la productivité du travail qui a contribué à limiter les coûts. Durant cette période, la production horaire dans le secteur des entreprises s'est accrue d'environ 2,5 % l'an, soit près du double du taux enregistré durant les vingt années antérieures. Au Canada par contre, la production horaire dans ce secteur n'a crû que d'un peu moins de 1 % l'an en moyenne depuis 1995, soit à peu près au même rythme que depuis le milieu des années 1970.

L'écart qui s'est créé récemment entre ces deux pays au chapitre de la tenue de la productivité peut s'expliquer de plusieurs façons. Premièrement, l'économie tourne près des limites de sa capacité depuis bien plus longtemps aux États-Unis qu'au Canada, ce qui s'est traduit par de plus forts investissements en machines et matériel là-bas qu'ici. Deuxièmement, les innovations dans le domaine des technologies de l'information sont mises en œuvre plus rapidement aux États-Unis qu'au Canada. Troisièmement, l'accélération de la croissance de la productivité chez nos voisins du sud s'est concentrée dans les industries de pointe que sont les produits électriques et électroniques et les machines industrielles, lesquelles sont à l'origine d'une part beaucoup plus importante de la production globale américaine que canadienne. Enfin, le classement récent de tous les achats de logiciels parmi les investissements aux fins du calcul du PIB aux États-Unis (mais non au Canada) explique une partie de l'écart de croissance de la productivité entre les deux pays¹.

Cependant, il y a tout lieu d'espérer que l'accroissement de la productivité et donc de la production va s'accélérer au Canada. À mesure que les progrès réalisés aux États-Unis dans le domaine des technologies de l'information gagneront les autres pays industriels, les entreprises canadiennes pourront tirer parti de la généralisation des gains d'efficacité liés à l'exploitation de ces nouvelles technologies. Une hausse de la croissance de la productivité au pays est d'autant plus probable que les entreprises ont beaucoup accru leurs investissements en machines et matériel ces dernières années et que les progrès techniques récents sont généralement intégrés aux nouveaux équipements. En outre, à la faveur du resserrement des marchés du travail et des produits, les gains de productivité découlant de la restructuration entreprise dans les secteurs privé et public durant les années 1990 pourraient devenir plus manifestes².

Il reste que l'ampleur de l'accélération que devrait connaître l'accroissement de la productivité au Canada et le moment où celle-ci se produira sont très incertains. Étant donné la volatilité propre aux statistiques globales de la productivité, il pourrait s'écouler plusieurs années avant que l'on puisse affirmer avec certitude que le taux tendanciel de croissance de la productivité a augmenté au pays. Entre-temps la Banque surveillera l'évolution de l'inflation et d'autres indicateurs afin d'évaluer l'intensité des pressions qui s'exercent sur les capacités de production.

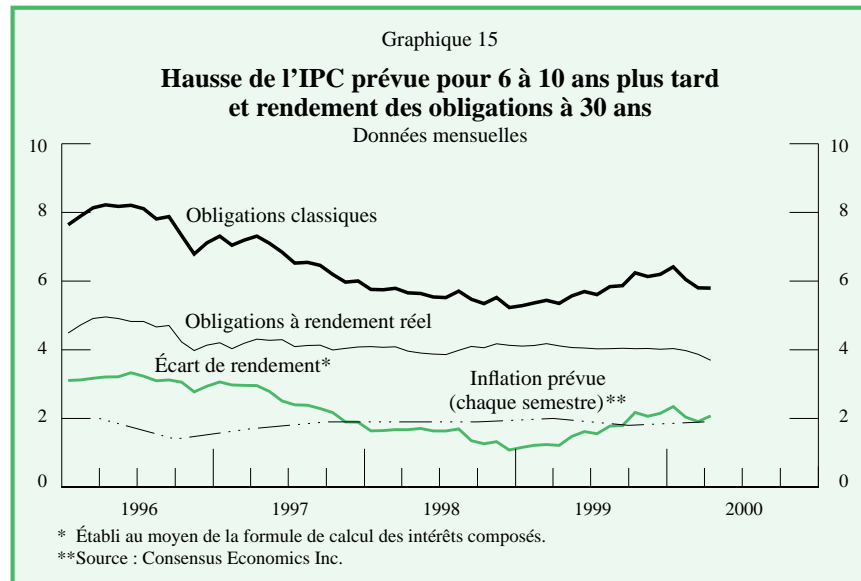
**Croissance de la production par heure-personne
dans le secteur des entreprises non agricoles**
(taux annuel moyen de variation)

	1961-1973	1973-1988	1988-1995	1995-1999
Canada	3,13	1,12	0,92	0,77
États-Unis	2,99	1,42	1,40	2,61

Sources : Statistique Canada et U.S. Bureau of Labor Statistics

1. Le calcul de la progression de la productivité pourrait soulever divers problèmes de mesure des prix, en particulier dans un certain nombre de branches du secteur des services (Maclean, 1996). Cependant, rien n'indique que ces problèmes tirent davantage à conséquence au Canada qu'aux États-Unis.

2. Voir Kuszczak et Dion (1997-1998).



mais il est resté proche de 2 %, les taux des obligations à rendement réel ayant été relativement stables. Pour diverses raisons, on ne peut en déduire que le taux d'inflation attendu à long terme se situe exactement à ce niveau, mais il est tout de même rassurant de constater que l'écart s'est stabilisé près du point médian de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation.

Les autres facteurs qui influent sur l'inflation

La hausse des prix de l'énergie ne devrait pas avoir d'incidence marquée sur l'inflation mesurée par l'indice de référence.

La flambée des cours du pétrole brut qui s'est produite au premier trimestre — et qui s'est partiellement résorbée en avril — ne devrait pas avoir d'incidence prononcée sur l'inflation mesurée par l'indice de référence. Jusqu'à présent, seuls les tarifs aériens ont été touchés par la hausse des prix de l'énergie, mais il est encore possible que celle-ci se répercute sur d'autres composantes de l'indice de référence (voir Note technique 1). L'importance des effets de première vague sur le niveau des prix dépendra de la persistance du renchérissement du pétrole ainsi que des conditions globales régnant sur les marchés.

Les augmentations salariales devraient probablement se stabiliser autour de 3 % en 2000, opinion confortée par les résultats d'un certain nombre d'enquêtes sur la rémunération qui ont été menées à l'échelle nationale. On s'attend à ce que le taux de croissance de la productivité augmente cette année, compte tenu de la vigueur des investissements en machines et matériel qui ont été effectués en 1999 et de la montée des tensions sur le marché du travail. Par conséquent, les coûts unitaires de main-d'œuvre ne devraient à nouveau progresser que légèrement (si l'on fait abstraction de l'effet ponctuel sur le revenu du travail des paiements du gouvernement fédéral résultant du règlement sur la parité salariale).

L'appréciation qu'a enregistrée le dollar canadien depuis le début de 1999 devrait contribuer à contenir l'inflation en 2000.

L'appréciation qu'a enregistrée le dollar canadien depuis le début de 1999 devrait contribuer à contenir l'inflation.

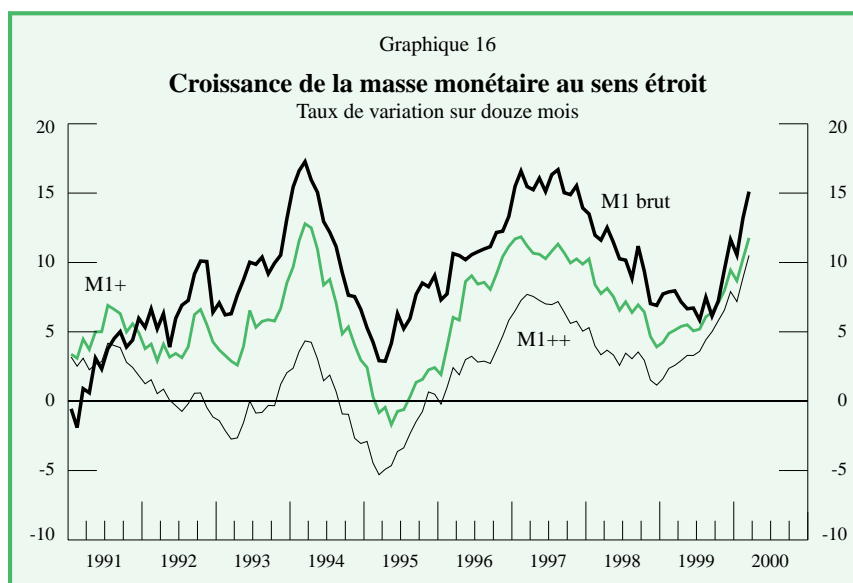
Les autres indicateurs des pressions inflationnistes

Grâce à des ventes records, la hausse sur douze mois du prix de revente des maisons existantes (selon l'indice de Royal LePage) s'est accélérée en 1999, atteignant 6,1 % au quatrième trimestre. Bien qu'encore modérée au mois de février, à 2,1 %, l'augmentation sur douze mois du prix des maisons neuves s'est aussi nettement raffermie depuis l'automne dernier par suite de l'accroissement du coût des matériaux de construction. L'évolution de ces indicateurs ainsi que la baisse du taux d'inoccupation des appartements témoignent de l'apparition de tensions sur le marché du logement.

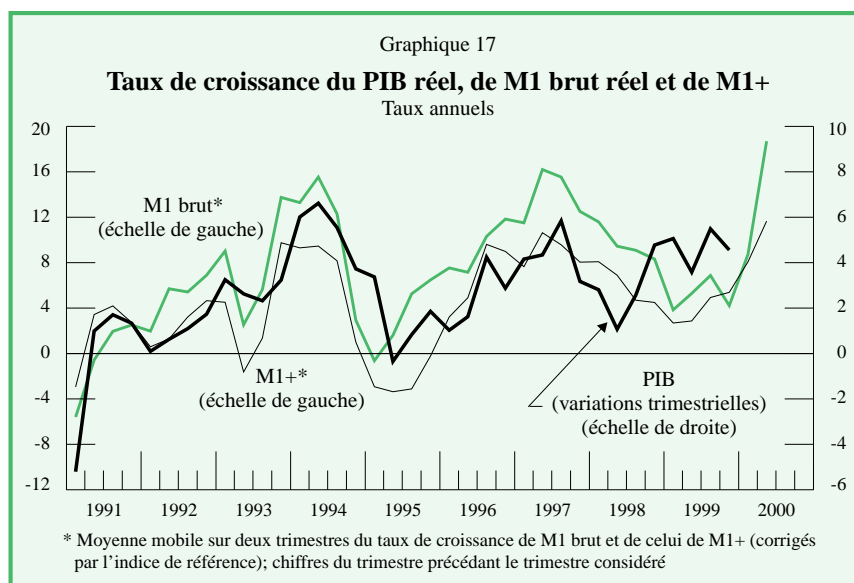
Les indicateurs de la monnaie et du crédit

La croissance des agrégats monétaires au sens étroit s'est accélérée depuis novembre (Graphique 16)⁴. Ces agrégats s'étant avérés par le passé des indicateurs fiables de l'évolution du PIB réel, la vigueur qu'ils affichent semble attester la présence d'une forte tendance à la hausse de la dépense globale (Graphique 17). Ainsi, leur progression récente donne à penser que le PIB réel augmentera à un rythme de 4 à 5 % pendant le premier semestre de 2000. Cette estimation s'appuie sur l'opinion selon laquelle une partie de l'accroissement des dépôts détenus chez les courtiers en

La croissance de la monnaie au sens étroit s'est accélérée, signe de la vigueur de l'économie...



4. Pour de plus amples renseignements sur l'évolution des agrégats monétaires en 1999, voir l'article de Joseph Atta-Mensah dans la livraison du printemps 2000 de la *Revue de la Banque du Canada*.



valeurs mobilières, lequel a récemment stimulé la progression des agrégats monétaires au sens étroit, ne se traduira pas par une croissance plus vigoureuse du PIB réel.

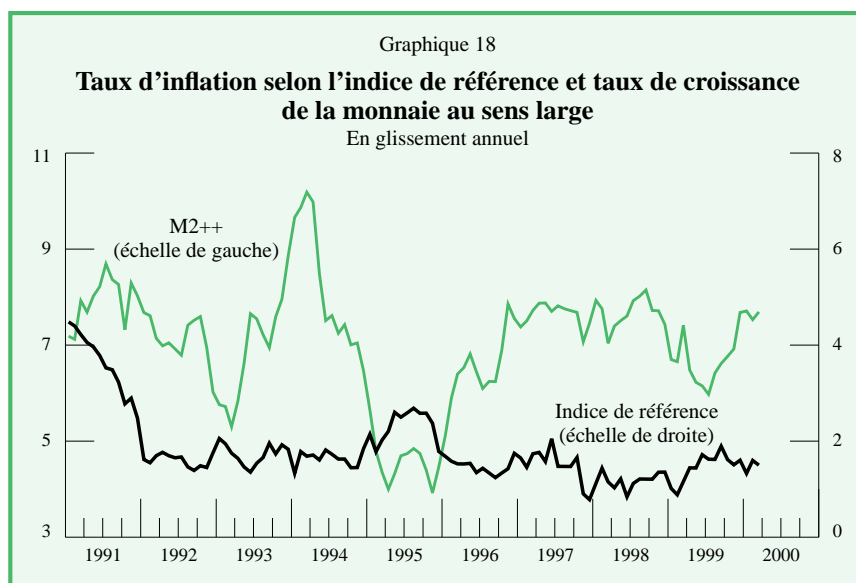
... et de l'apparition possible de pressions inflationnistes.

Bien que l'on ne s'attende pas à ce que l'expansion de la monnaie au sens étroit se poursuive à un rythme aussi rapide que celui qu'elle affichait récemment, l'accélération actuelle de l'expansion monétaire laisse croire que l'inflation mesurée par l'indice de référence pourrait se situer l'an prochain dans la moitié supérieure de la fourchette visée par la Banque.

Un autre indicateur de la tendance de l'inflation est l'agrégat au sens très large M2++. Même si elle s'est accélérée quelque peu au second semestre de 1999, la croissance de cet agrégat suit depuis plusieurs années un sentier d'évolution relativement stable, qui, sur la foi des relations observées dans le passé, cadre avec le maintien de l'inflation à l'intérieur de la fourchette cible de 1 à 3 % (Graphique 18). Ainsi, pendant les années 1990, la monnaie au sens large a souvent crû à des taux similaires ou même supérieurs aux taux actuels sans que cela n'engendre de répercussions inflationnistes.

Les crédits aux ménages connaissent une expansion soutenue, tandis que les entreprises n'ont pas pour le moment de gros besoins de financement externe.

Les crédits accordés aux ménages et aux entreprises ont affiché des profils divergents. Depuis quelques années, les crédits aux ménages connaissent une expansion soutenue se situant aux alentours de 6 à 7 %. À l'inverse, la croissance du financement octroyé aux entreprises a accusé un recul en 1998 et en 1999, passant de plus de 10 % à environ 5 %. Bien que le volume des investissements soit élevé, les entreprises disposent d'un financement important qui provient de leurs bénéfices non répartis, ce qui explique la faible demande de financement externe.



Le comportement des agrégats de la monnaie et du crédit laisse donc supposer une offre abondante de liquidités qui, pour le moment, peut s'avérer appropriée, mais qu'il faudra suivre de très près dans la période à venir.

Les prévisions relatives à l'inflation

Dans l'ensemble, on s'attend à ce que deux facteurs fondamentaux poussent à la hausse l'inflation mesurée par l'indice de référence au cours des dix-huit prochains mois. D'une part, le taux d'inflation attendu à long terme est de près de 2 %, soit environ 0,5 % au-dessus du niveau actuel de l'inflation mesurée par cet indice. D'autre part, comme la croissance de la production devrait s'établir entre 4 et 4,5 % en 2000, on prévoit qu'une demande excédentaire commencera à exercer des pressions sur le marché des biens et sur celui du travail. Toutefois, les facteurs susceptibles de faire augmenter l'indice de référence seront atténués par l'appréciation récente du dollar canadien, qui a une influence à la baisse sur les prix des importations, et par le niveau modeste des hausses prévues des coûts unitaires de main-d'œuvre.

En définitive, étant donné que certaines pressions commenceront à se manifester cette année du côté de la demande, la Banque estime que l'inflation mesurée par l'indice de référence augmentera graduellement pour se rapprocher du point médian de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation. Comme il a déjà été mentionné, pour que l'inflation mesurée par l'indice de référence demeure près du point médian en 2001, une certaine décélération de la croissance de la demande globale au Canada par rapport à celle de la production potentielle sera nécessaire.

On s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'IPC global diminue pour se rapprocher de celle mesurée par l'indice de référence.

On prévoit que le taux d'augmentation de l'IPC global descendra près de celui de l'indice de référence, mais la vitesse à laquelle cela se fera dépendra en grande partie de l'évolution des cours du pétrole brut. Si ces derniers continuent d'avoisiner 25 \$ É.-U., le taux d'accroissement de l'IPC devrait commencer à se rapprocher de celui de l'indice de référence durant le deuxième trimestre de l'année.

5. CONCLUSIONS

Au cours des six derniers mois, la tenue de l'économie canadienne a dépassé les attentes. La croissance de la demande globale, de la production et de l'emploi a été plus rapide que prévu, alors que l'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée faible, s'établissant en deçà des niveaux projetés. Cette combinaison de facteurs a amené la Banque à conclure, d'une part, que la capacité de production de l'économie canadienne était supérieure à la fin de 1999 à ce que laissaient supposer les estimations obtenues à l'aide des techniques usuelles et, d'autre part, que l'économie n'affichait pas encore de demande excédentaire.

Il n'en demeure pas moins que le rythme robuste de l'expansion pendant le deuxième semestre de 1999 et au début de 2000 a donné lieu à une absorption rapide des capacités inutilisées au sein de l'économie et que des signes de pressions sur l'appareil de production ont commencé à se manifester.

Compte tenu du dynamisme de la demande, la Banque a révisé à la hausse ses prévisions relatives au taux de croissance et s'attend maintenant à ce que celui-ci se situe à l'intérieur d'une plage de 4 à 4,5 % en 2000. Un tel essor entraînerait une intensification des pressions sur la capacité de l'économie, qui devrait à son tour faire monter l'inflation mesurée par l'indice de référence près du point médian de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 % visée par la Banque. Pour que l'inflation mesurée par cet indice demeure stable et se maintienne aux alentours de 2 % en 2001, le rythme global de l'expansion économique au Canada devra se ralentir ou alors la croissance de la productivité et de la capacité de production, s'accélérer.

Les principaux risques qui pèsent sur ces prévisions sont la possibilité que la demande globale de biens et services canadiens soit plus vigoureuse que prévu tant aux États-Unis qu'au pays et celle que les pressions inflationnistes s'accroissent chez notre voisin du sud. Il se peut que la capacité de production de l'économie canadienne soit supérieure aux projections de la Banque, mais celle-ci hésite à tabler sur un taux de croissance durablement plus élevé de la production potentielle.

Le défi qui se posera aux autorités monétaires sera d'évaluer avec soin où se situe l'équilibre entre l'offre et la demande globales dans ce contexte de forte croissance et de niveaux élevés d'activité et de modifier en temps opportun les conditions monétaires de façon à ce que la tendance de l'inflation se maintienne au bas niveau qui s'est avéré bénéfique à l'économie canadienne.

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

BIBLIOGRAPHIE

- Atta-Mensah, J. (2000). « L'évolution récente des agrégats monétaires et son incidence », *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 3-11.
- 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 diffusé le 24 février et reproduit dans la *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 85-87.
- _____ (1999-2000). « L'évolution récente : une mise à jour de l'analyse présentée dans le *Rapport sur la politique monétaire* », *Revue de la Banque du Canada*, hiver, p. 3-16.
- Canada, ministère des Finances (1999). *Mise à jour économique et financière*, 2 novembre.
- Canada, Statistique Canada. *Information population active*, publication n° 71-001-PPB au catalogue (mensuel), Ottawa, Travaux publics et Services gouvernementaux Canada.
- Conference Board du Canada (1999). *Compensation Planning Outlook 2000*.
- _____ (2000). *Indice de confiance des entreprises*, printemps.
- _____ (2000). *Indice des attitudes des consommateurs*, printemps.
- Consensus Economics Inc. (1991-2000). *Consensus Forecasts*, divers numéros.
- Fonds monétaire international (2000). *Perspectives de l'économie mondiale*, Washington (D. C.), à paraître en mai.
- Kuszczak, J. et R. Dion (1997-1998). « Quelques projections à long terme concernant la croissance de la production potentielle », *Revue de la Banque du Canada*, hiver, p. 43-59.
- Maclean, D. (1996). « La croissance de la productivité dans le secteur des services commerciaux », *Revue de la Banque du Canada*, automne, p. 3-18.