

BANQUE DU CANADA

Rapport sur la politique monétaire

- novembre 1996 -

Le dollar d'argent qui illustre la page couverture du Rapport célèbre le Griffon, le premier bateau à naviguer sur les Grands Lacs en amont des chutes du Niagara. L'explorateur René-Robert Cavelier, sieur de La Salle, construisit le Griffon comme un navire de commerce et le mena jusqu'à Michilimackinac et Green Bay. Lors du voyage de retour toutefois, celui-ci fut emporté par une tempête.

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

893-49-90-574
CN ISSN 1201-8783

Rapport sur la politique monétaire

— novembre 1996 —

«(...) la crédibilité ne se bâtit pas du jour au lendemain, mais (...) elle peut être détruite en un rien de temps une fois que les marchés commencent à douter de la fermeté de l'engagement des pouvoirs publics à réaliser les objectifs énoncés. Même si depuis quatre ans nous obtenons de bons résultats sur le front de l'inflation, nous devons nous défaire d'un passé de près de 20 ans d'inflation élevée. La seule façon pour nous d'y arriver est de convaincre les participants aux marchés (...) de la constance dont nous faisons preuve dans les politiques que nous mettons en œuvre.»

— Gordon Thiessen

Allocution prononcée à London (Ontario)
le 27 juin 1996 devant la *London Chamber of
Commerce*

Table des matières

1. Introduction	5
2. L'évolution récente de l'inflation	6
L'inflation et la fourchette cible	6
Les facteurs à l'œuvre	7
3. La réalisation des cibles de maîtrise de l'inflation	17
4. Les perspectives en matière d'inflation	22
La demande et l'offre globales	22
Les facteurs temporaires qui influent sur l'inflation	24
Les mesures des attentes relatives à l'inflation . . .	24
Les indicateurs monétaires	26
5. Conclusions	27
Bibliographie	29

La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada

La politique monétaire comme outil

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

Les cibles

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

Le suivi de l'inflation

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

1. Introduction

Le *Rapport sur la politique monétaire* décrit les aspects de l'évolution récente de l'économie canadienne qui ont une incidence sur le taux d'inflation et fournit un compte rendu des mesures adoptées par la Banque du Canada en vue de maîtriser l'inflation. Il fait également état du contexte dans lequel s'inscrira la conduite de la politique monétaire dans les mois à venir.

Au cours des six derniers mois, comme les pressions à la baisse sur l'inflation se maintenaient et que la demande globale était atone, la Banque est de nouveau intervenue pour assouplir les conditions monétaires en abaissant son taux d'escompte et la fourchette opérationnelle établie pour le taux du financement à un jour. L'activité économique a été plus faible que prévu, particulièrement au deuxième trimestre, en raison surtout d'un ajustement des stocks plus important que ce qui avait été escompté. Toutefois, les récents indicateurs économiques laissent entrevoir une accélération du rythme de l'activité pour le reste de cette année et le début de 1997 sous l'effet cumulatif des mesures d'assouplissement monétaire déjà adoptées.

En outre, le caractère positif des facteurs fondamentaux de l'économie canadienne, à savoir le faible taux d'inflation, l'amélioration de la situation budgétaire et le redressement du solde de la balance des paiements internationaux, a permis à nos taux d'intérêt à court et à moyen terme de descendre substantiellement au-dessous des taux américains et a rassuré les investisseurs tant canadiens qu'étrangers sur les chances qu'une telle situation se maintienne.

On ne sait toujours pas très bien avec quelle rapidité l'économie réagira aux mesures passées d'assouplissement des conditions monétaires ni quels seront, à moyen terme, les effets de cette réaction sur les pressions à la baisse s'exerçant sur l'inflation. Quoi qu'il en soit, l'économie dispose d'une marge amplement suffisante pour qu'il y ait expansion et croissance de l'emploi sans recrudescence de l'inflation.

En raison des pressions à la baisse qui ont continué de s'exercer sur la tendance de l'inflation, la Banque est de nouveau intervenue pour assouplir les conditions monétaires.

2. L'évolution récente de l'inflation

Les facteurs ayant une incidence temporaire sur l'inflation (comme les variations du taux de change et des cours des produits

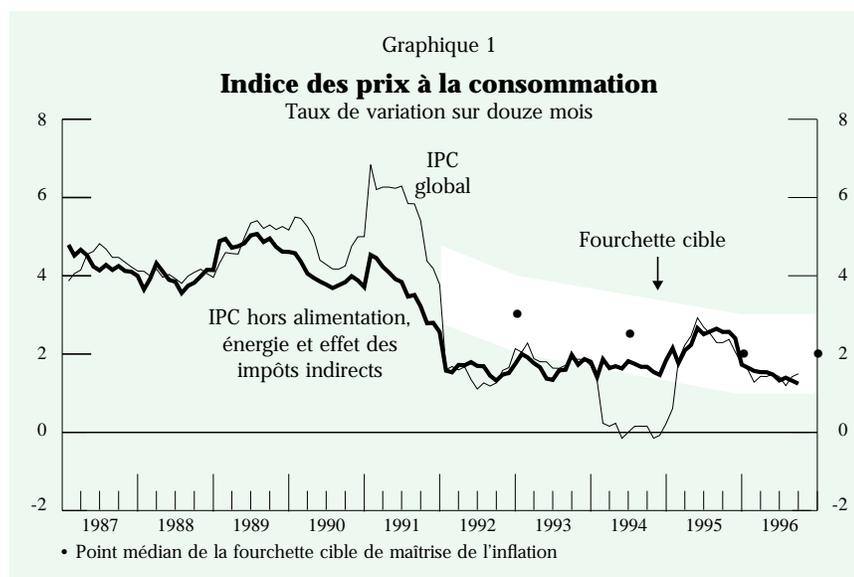
Les données que renferme le présent rapport s'arrêtent au 22 octobre 1996.

de base qui avaient poussé l'inflation à la hausse en 1995) ont presque disparu. Par conséquent, les facteurs fondamentaux de l'offre et de la demande sont à l'heure actuelle les seules forces importantes qui agissent sur l'inflation.

L'inflation et la fourchette cible

Tel que prévu dans le précédent rapport, le taux d'augmentation sur douze mois de l'indice de référence (c'est-à-dire l'IPC hors aliments, énergie et effet des impôts indirects) s'est maintenu au cours des derniers mois dans la moitié inférieure de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation. En septembre 1996, le taux d'inflation mesuré par cet indice se situait à 1,2 %, comparativement à 1,5 % en mars 1996 et au sommet de 2,7 % atteint en mai 1995 (Graphique 1). Quant à l'IPC global, son taux d'accroissement sur douze mois a été de 1,5 % en septembre, en baisse par rapport au sommet de 2,9 % également atteint en mai 1995.

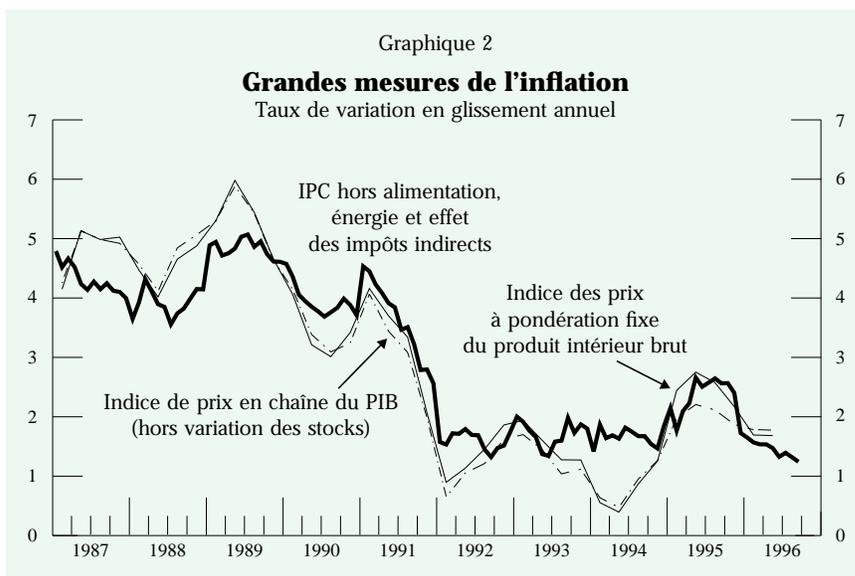
Ces derniers mois, l'inflation mesurée par l'indice de référence s'est maintenue dans la moitié inférieure de la fourchette cible.



D'autres grandes mesures de l'inflation ont aussi fléchi. En glissement annuel, la hausse de l'indice des prix à pondération fixe du PIB s'est chiffrée à 1,7 % au deuxième trimestre de 1996, contre 2,2 % au quatrième trimestre de 1995 (Graphique 2). Le taux d'accroissement annuel de l'indice de prix en chaîne¹ du PIB hors variation des stocks — une mesure des variations des prix qui tient compte des modifications de la composition de la dépense — a très légèrement baissé au cours de la même période pour s'établir à 1,8 %.

D'autres grandes mesures de l'inflation ont de nouveau fléchi au premier semestre de 1996.

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



Les facteurs à l'œuvre

Au cours des six derniers mois, les capacités de production excédentaires et les ressources inutilisées sur le marché du travail ont continué d'exercer des pressions à la baisse sur l'inflation. Durant la même période, les pressions à la hausse engendrées par le renchérissement antérieur des produits de base et la dépréciation passée du dollar canadien se sont dissipées. Mais les dépenses des ménages ayant amorcé une reprise, divers rabais — particulièrement sur les vêtements — offerts par les détaillants à la fin de 1995 et au début de 1996 ont cessé, ce qui a fait grimper les prix de certains biens de consommation.

La demande et l'offre globales

Les ventes finales se sont nettement redressées au premier semestre de 1996, comme l'on s'y attendait généralement. Toutefois, en raison des fortes corrections des stocks opérées par les entreprises, l'activité économique s'est à peine accélérée par rapport au deuxième semestre de 1995². Ainsi, l'expansion de l'économie canadienne a été légèrement inférieure à ce que l'on prévoyait dans la précédente livraison du *Rapport*.

Un certain nombre de signes témoignant d'un renforcement de la demande fondamentale ont été observés au premier semestre de l'année.

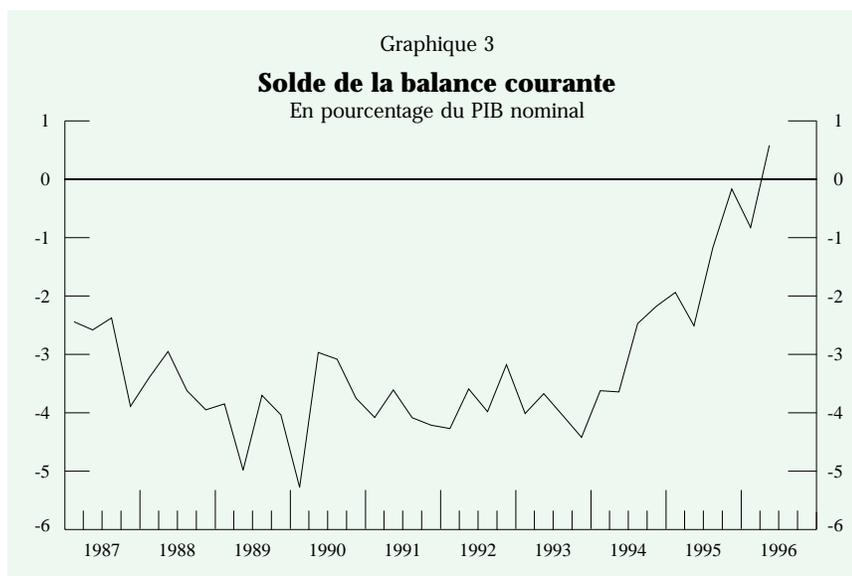
Les ventes finales se sont vivement redressées au premier semestre de 1996, mais le rythme d'expansion de l'économie a été inférieur aux prévisions.

2. Pour une analyse du rôle des stocks dans les fluctuations économiques, voir H.-H. Lau (1996).

La demande extérieure a alimenté l'expansion de l'économie.

À la faveur d'une accélération de la croissance économique aux États-Unis, la demande extérieure a continué d'alimenter l'expansion de l'économie canadienne. Elle a été soutenue en cela par la forte position concurrentielle des entreprises canadiennes, qui a favorisé l'essor des exportations et accru la substitution de produits nationaux à des produits importés (Note technique 1). Les exportations auraient été encore plus vigoureuses n'eût été la morosité de la demande dans les principaux pays européens, la faiblesse des niveaux des stocks de céréales au Canada et les niveaux élevés des stocks de certains produits de base à l'étranger.

Au cours des deux premiers trimestres de 1996, le volume des exportations s'est accru à un taux annuel moyen de 2,4 %, alors que celui des importations a diminué de 0,9 %. L'augmentation des exportations nettes au cours du premier semestre de 1996 a été le principal facteur du renversement de la balance courante, qui a affiché un solde positif pour la première fois depuis plus de dix ans (Graphique 3). L'amélioration observée à ce chapitre depuis la fin de 1993 se chiffre à 37 milliards de dollars, ce qui équivaut à 5 % du PIB.



Note technique 1

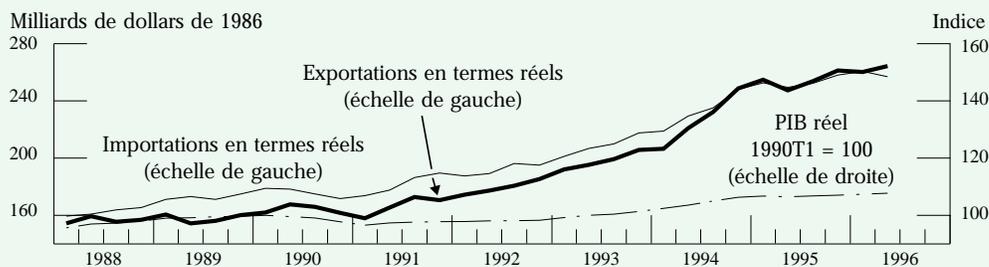
L'évolution récente des exportations nettes en volume

Après avoir accusé un déficit de 10,4 milliards de dollars (en chiffres annuels) au premier semestre de 1994, les exportations nettes en volume* ont affiché un excédent de 3,5 milliards de dollars (également en chiffres annuels) au premier semestre de 1996. Ce revirement compte pour plus de la moitié de l'accroissement que le PIB réel a enregistré sur la même période. Environ 40 % du redressement des exportations nettes tient à la progression plus vive à l'étranger qu'au Canada des dépenses de consommation et d'investissement. Le reste s'explique dans une large mesure par la compétitivité accrue des entreprises canadiennes, attribuable à la restructuration, à la modernisation de l'équipement, à une meilleure maîtrise des coûts et au bas niveau de l'inflation, de même qu'à la faiblesse relative du cours du dollar canadien. La forte position concurrentielle des entreprises canadiennes devrait se maintenir à moyen terme.

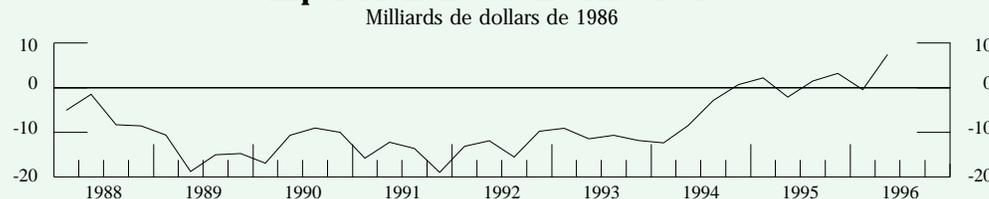
L'amélioration de la position concurrentielle des entreprises, dont les effets se sont fait sentir dans toute l'économie canadienne, s'est traduite par une hausse des exportations nettes en volume de ressources naturelles, de biens manufacturés (surtout d'automobiles) et de services.

La libéralisation des échanges internationaux, favorisée en particulier par l'Accord de libre-échange conclu avec les États-Unis et les négociations de l'Uruguay Round menées dans le cadre du GATT, a été un moteur important de la croissance du commerce extérieur et a provoqué un essor des exportations et des importations plus rapide que celui du PIB. L'expansion du marché international des produits et de l'équipement informatiques a également joué un rôle majeur à cet égard.

Exportations et importations en termes réels



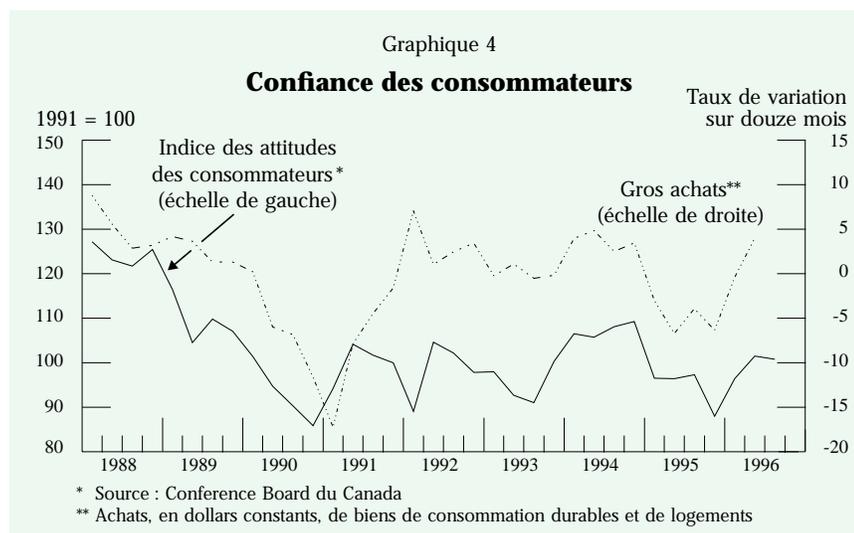
Exportations nettes en termes réels



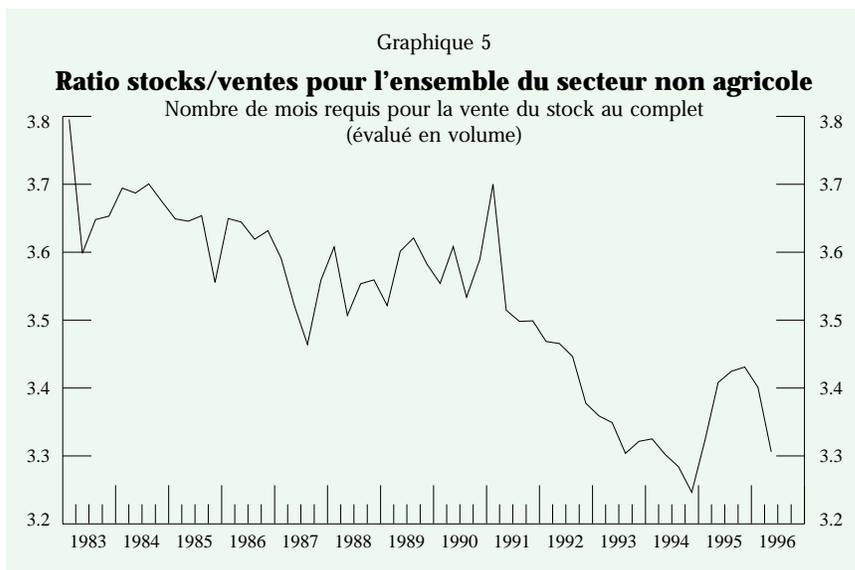
* La différence entre les exportations et les importations exprimées en volume (aux prix de 1986)

Stimulée par le recul des taux d'intérêt, la demande des ménages a amorcé une reprise...

Les dépenses des ménages — particulièrement au titre du logement — ont amorcé une reprise au premier semestre de l'année. Cette reprise, qui s'est produite même si la croissance de l'ensemble du revenu disponible des particuliers demeurait lente en raison de la faible progression de l'emploi global, a été favorisée par un certain regain de confiance chez les consommateurs (Graphique 4). En effet, le recul des taux d'intérêt observé depuis octobre dernier a amélioré la perception qu'ont les ménages de leur situation financière à court terme et les a rendus plus disposés à acheter des articles coûteux. Ce regain de confiance peut aussi tenir au maintien de la création d'emplois dans le secteur privé et à certains éclaircissements fournis sur les postes les plus susceptibles d'être touchés par les projets de restructuration dans le secteur public. L'emploi dans le secteur privé a augmenté de 1,5 % en chiffres annuels durant les deux premiers trimestres de l'année, contre 1,3 % au cours des deux trimestres précédents.



Durant les six premiers mois de 1996, les entreprises ont corrigé les importants déséquilibres des stocks apparus au premier semestre de 1995; ainsi, au milieu de cette année, le ratio des stocks aux ventes pour l'ensemble du secteur non agricole était retombé près du niveau désiré, qui tend à baisser en raison des nouvelles techniques de gestion des stocks (Graphique 5). Le rythme de réduction des stocks s'est accéléré au second trimestre de 1996 tant dans le secteur de la fabrication que dans celui du commerce de gros, de telle sorte que ceux-ci se sont établis aux niveaux souhaités, et parfois même légèrement en deçà. Les stocks des détaillants, en revanche, restaient supérieurs en milieu d'année aux niveaux souhaités. La situation au chapitre des stocks étant maintenant plus équilibrée dans l'ensemble, la croissance future des ventes finales devrait alimenter une augmentation de la production.



En dépit de cette évolution favorable, la demande intérieure a stagné, ce qui est dû en grande partie aux efforts de réduction du fardeau de la dette accumulée. À cet égard, le facteur prépondérant a été l'incidence des mesures d'austérité budgétaire qu'ont dû adopter le gouvernement fédéral et les administrations provinciales (Note technique 2). Les investissements fixes des entreprises sont aussi demeurés atones au premier semestre de 1996, alors que du milieu de 1992 à celui de 1995, ils s'étaient fortement accrus.

Étant donné que la capacité de production de l'économie a continué d'augmenter plus rapidement que la demande globale durant les six premiers mois de l'année, la Banque estime que l'écart de production s'est creusé pour s'établir entre 3 et 3 1/2 % au milieu de 1996, contre 2 1/2 et 3 % au début de l'année (Graphique 6)³. On peut en déduire que les pressions à la baisse sur la tendance de l'inflation vont se maintenir.

... mais, dans l'ensemble, la demande intérieure a été atone au premier semestre de 1996.

L'écart entre la production observée et la production potentielle s'est ainsi creusé davantage.

3. Voir l'examen de la méthodologie utilisée à la Banque aux fins d'estimation de la production potentielle dans la livraison de mai 1995 du *Rapport sur la politique monétaire* (Note technique 1, page 9).

Note technique 2

L'assainissement des finances publiques

On estime que le déficit combiné des administrations fédérale et provinciales, qui était de 62 milliards de dollars au cours de l'exercice financier 1993-1994, est tombé à 40 milliards durant l'exercice 1995-1996. Il ressort des relevés et des documents budgétaires récents qu'une nouvelle réduction du déficit, d'une ampleur un peu moindre, est envisagée d'ici la fin de 1997-1998 (voir le tableau).

**Déficit global des administrations fédérale et provinciales
(sur la base des comptes publics)**

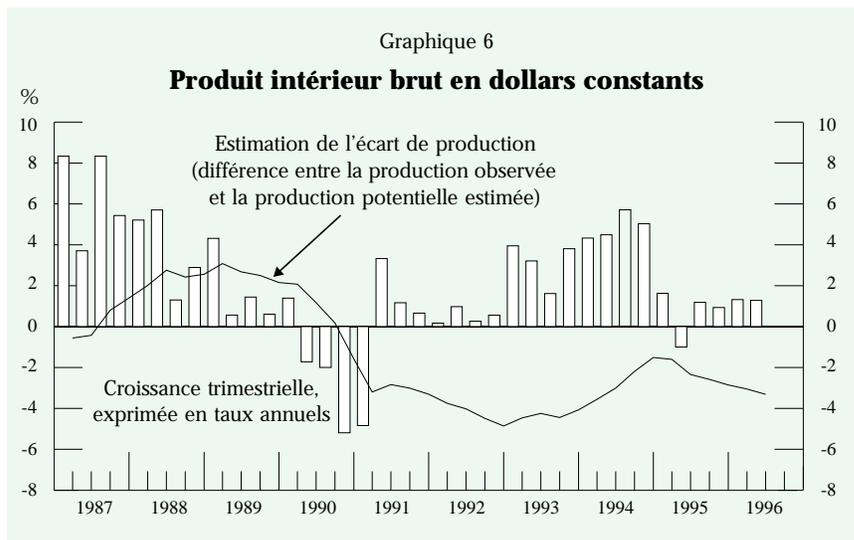
	Exercice financier				
	1993-1994	1994-1995	1995-1996 Estimations	1996-1997 Prévisions	1997-1998 Prévisions
Déficit (en milliards de dollars)	62,3	53,2	40,3	35,0	25,1
Déficit (en % du PIB)	8,7	7,1	5,2	4,4	3,0
Nota : Dette nette (en % du PIB)	99,1	101,7	103,0	104,7	103,4

L'adoption de mesures d'austérité budgétaire s'est imposée pour plusieurs raisons. Comme la situation budgétaire était presque continuellement déficitaire depuis le milieu des années 70, le ratio de la dette publique au PIB a grimpé au-dessus de 100. Par conséquent, les investisseurs ont exigé des primes de risque plus élevées pour détenir des titres en dollars canadiens, et les taux d'intérêt canadiens sont devenus de plus en plus assujettis aux fortes fluctuations de la confiance des investisseurs. Ensuite, un haut niveau d'endettement par rapport au PIB réduit sensiblement les niveaux de vie des générations futures. Enfin, compte tenu de la hausse du ratio de la dette, une part croissante des revenus de l'État a été consacrée aux paiements d'intérêts plutôt qu'au financement des programmes publics.

Les mesures d'austérité adoptées corrigeront ces problèmes, mais il leur faudra pour cela un certain temps. Initialement, les réductions des dépenses et de la fonction publiques et les relèvements d'impôts peuvent déprimer la demande intérieure. Toutefois, comme l'amélioration de la situation budgétaire raffermira la confiance des marchés et compte tenu des répercussions des mesures d'austérité sur la demande intérieure, une détente des conditions monétaires devient appropriée.

Le maintien de la discipline budgétaire continuera vraisemblablement de freiner dans une certaine mesure la croissance de la demande à court terme. Les conditions monétaires auront donc tendance à être plus souples qu'elles ne l'auraient été autrement. Cependant, l'évolution future des conditions monétaires sera aussi fortement liée à celle de la demande extérieure de biens et de services canadiens et au degré de raffermissement de la demande intérieure face à la baisse importante des taux d'intérêt qui est survenue.

La réduction du déficit a aussi influé sur la composition des conditions monétaires. Grâce aux progrès réalisés sur le front budgétaire, les investisseurs sont de plus en plus disposés à détenir des titres en dollars canadiens. Cette situation a eu tendance à exercer des pressions à la baisse sur les taux d'intérêt tout en soutenant le cours du dollar canadien. Même si une appréciation du dollar pouvait ralentir quelque peu la croissance future des exportations, la baisse des taux d'intérêt devrait stimuler la demande intérieure et faciliter la poursuite de la réduction du déficit.

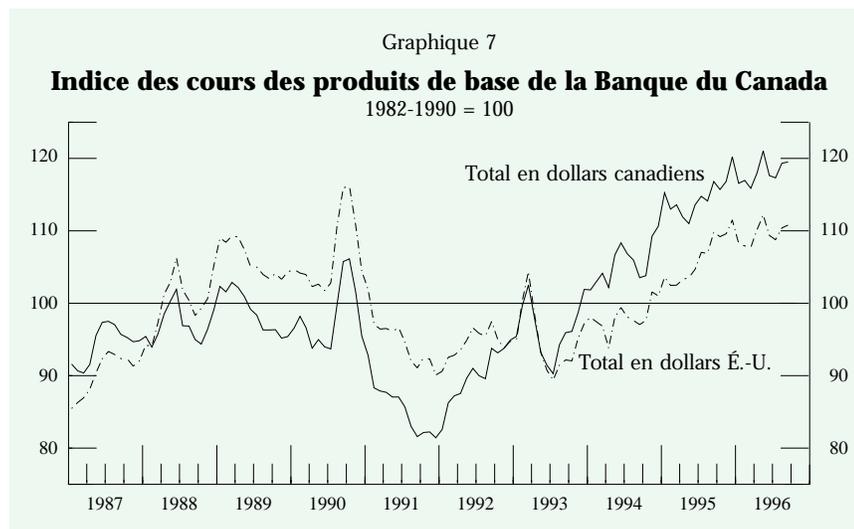


Le taux de change et les prix des produits de base

Les variations du taux de change se répercutent habituellement sur l'indice de référence des prix à la consommation dans une proportion d'environ 20 % sur une période de deux ans. Ainsi, l'effet sur l'inflation de la dépréciation de 20 % qu'a connue le dollar canadien avant le milieu de 1994 a pratiquement disparu au cours des derniers mois. On peut attribuer à cette dépréciation plus de 1 point de pourcentage de l'augmentation annuelle de 2,7 % que l'indice de référence a affichée en mai 1995 et qui marquait un sommet. L'intensification de la concurrence et l'incidence des gains de productivité tant dans le commerce de détail que dans le secteur manufacturier ont aussi continué d'exercer des pressions à la baisse sur les prix de divers produits importés et de produits en concurrence avec ceux-ci.

Les cours mondiaux des produits de base (exprimés en dollars É.-U.) sont demeurés fermes en moyenne depuis avril dernier (Graphique 7). Les augmentations de prix les plus fortes ont été enregistrées par le bois d'œuvre et le bétail. Le bois d'œuvre a considérablement renchéri à la faveur des nouvelles faisant état du maintien d'une activité vigoureuse sur le marché du logement aux États-Unis. Les prix du bétail se sont redressés sous l'effet de l'essor de la demande et de la diminution de l'offre, cette dernière attribuable à la hausse relativement importante du prix des céréales fourragères observée en début d'année.

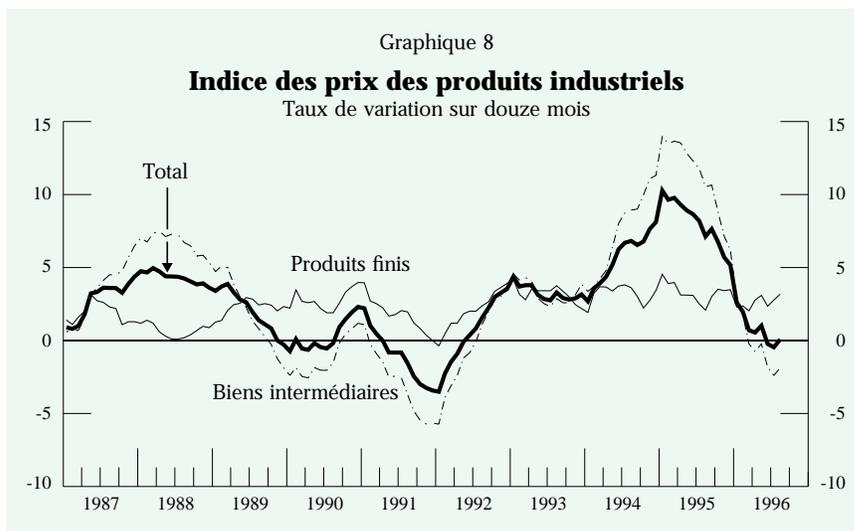
Les répercussions des variations du taux de change sur les prix ont pratiquement disparu.



En revanche, les cours de nombreuses matières industrielles et des grains ont fortement diminué. Les cours des métaux communs ont fléchi, ceux du papier journal ont nettement reculé et ceux des grains, qui étaient à des niveaux très élevés, ont dégringolé récemment, les bonnes récoltes laissant présager une amélioration de l'offre. Après avoir baissé entre avril et août en raison de la réduction saisonnière de la demande, les prix du pétrole brut ont grimpé au début de septembre, à la suite de nouvelles indications donnant à penser que la reprise des ventes de pétrole par l'Iraq serait encore retardée en raison de l'aggravation des tensions dans ce pays.

Le fléchissement des cours des matières industrielles a eu pour effet de ralentir la croissance des prix à la production.

La baisse des prix de nombreuses matières industrielles obtenus par les producteurs canadiens explique en partie le ralentissement de la croissance sur douze mois de l'Indice des prix des produits industriels (Graphique 8) et de l'ensemble des prix à l'exportation. L'effet du renchérissement antérieur des produits de base (comme le papier) sur les prix à la consommation s'est grandement dissipé depuis le printemps, et il est beaucoup trop tôt pour que la diminution récente des cours de nombreuses matières industrielles se fasse sentir auprès des consommateurs.



La maîtrise des coûts et les autres facteurs

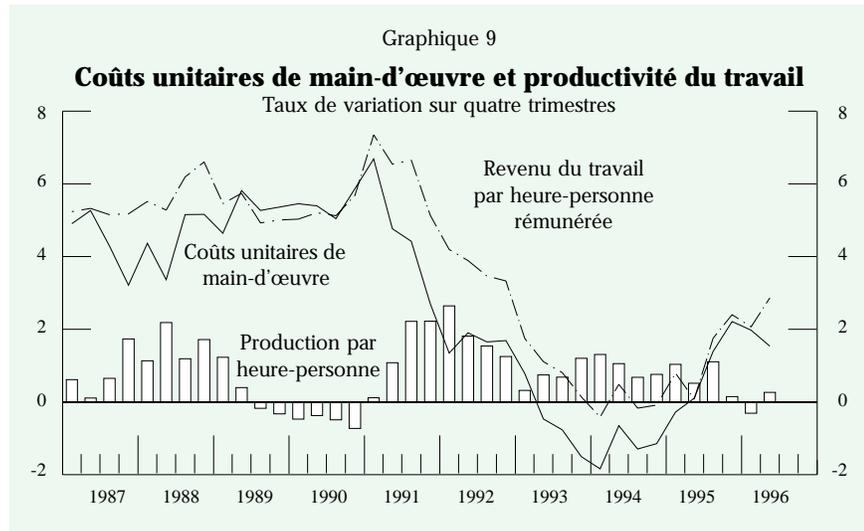
La concurrence est demeurée vive sur les marchés au cours des six premiers mois de 1996, ce qui a continué de pousser les producteurs à s'efforcer de maîtriser leurs coûts et d'accroître la productivité. Dans l'ensemble, la hausse des coûts a été faible.

Les salaires, qui sont la principale composante des coûts, ont continué de progresser à un rythme modéré au premier semestre de 1996; le taux d'augmentation annuelle de la rémunération horaire moyenne a été de 2,4 % au deuxième trimestre, soit au même niveau qu'au quatrième trimestre de 1995. On estime que la tendance de la hausse annuelle des salaires (non compris l'incidence que des facteurs comme les modifications de la composition de l'emploi ont sur le niveau moyen des salaires) oscille entre 1,5 et 2 %. Dans de nombreux cas, les hausses salariales consenties dans le secteur privé font suite à d'importants gains de productivité, alors que dans le secteur public les salaires se ressentent toujours des mesures d'austérité. La progression des salaires devrait rester assez constante, étant donné que les augmentations accordées dans les conventions collectives au cours des huit premiers mois de l'année se sont établies en moyenne à 1,2 % dans le secteur privé et à 0,5 % dans le secteur public, chiffres qui sont très proches de ceux de 1995.

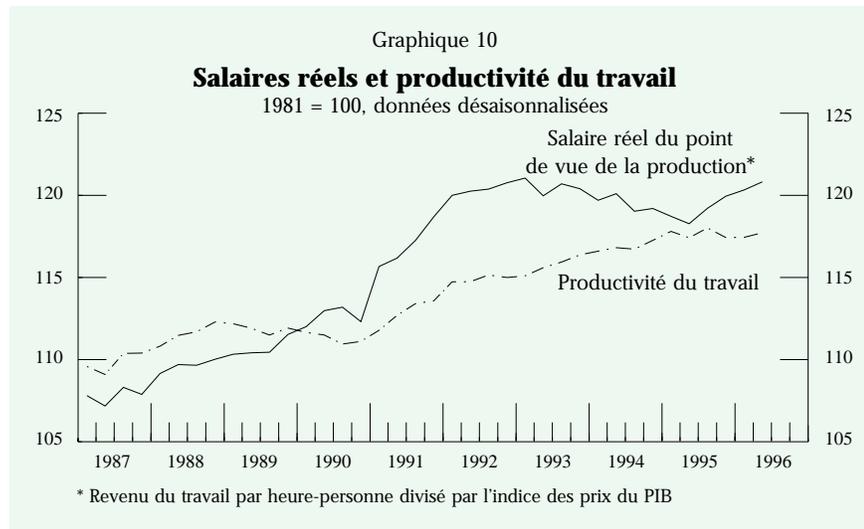
La croissance de la productivité (production par heure-personne) a repris au premier semestre de 1996, mais à un rythme très modéré, ce qui a contribué au fléchissement du taux d'accroissement sur quatre trimestres des coûts unitaires de main-d'œuvre observé durant la période (Graphique 9). Dans certains secteurs, notamment la construction, les entreprises semblent avoir ajusté leur main-d'œuvre par suite du tassement imprévu qu'a connu la demande vers la fin de 1995.

Les hausses salariales accordées au premier semestre de 1996 sont similaires à celles consenties en 1995.

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



L'écart entre la productivité et le niveau des salaires réels payés par les producteurs a continué de se creuser au premier semestre de 1996 (Graphique 10). Cela tenait principalement à l'incidence, sur les indices globaux des prix à la production, de la diminution marquée du taux de croissance de l'ensemble des prix des produits de base. Pour que cet écart s'amenuise, la productivité du travail devra s'accroître plus rapidement que les salaires réels pendant un certain temps.

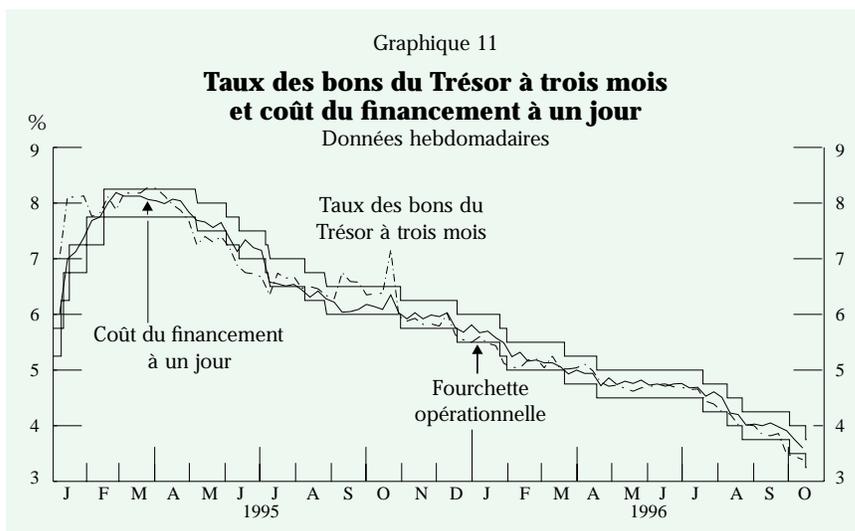


3. La réalisation des cibles de maîtrise de l'inflation

Pour contrer la faiblesse de la demande globale, qui accentuait les risques d'une chute de l'inflation au-dessous de la fourchette cible, la Banque a assoupli davantage les conditions monétaires au pays. Ainsi, à cinq reprises depuis le mois de mai, elle a abaissé d'un quart de point de pourcentage son taux d'escompte et les limites de sa fourchette opérationnelle pour le taux du financement à un jour (Graphique 11). Lors des trois premières interventions, le communiqué qu'elle a émis soulignait que ces réductions étaient motivées par des pressions à la baisse persistantes sur l'inflation. Les deux dernières réductions faisaient suite au raffermissement du dollar et visaient à empêcher un resserrement des conditions monétaires dans leur ensemble.

Le marché monétaire ayant anticipé les mesures de la Banque, comme il le fait régulièrement depuis quelque temps, le repli des taux à trois mois a devancé celui du taux du financement à un jour. Les autres marchés financiers, notamment le marché des changes, ont réagi de façon positive à la baisse des taux, les participants reconnaissant que celle-ci était compatible avec les facteurs fondamentaux de l'économie canadienne.

Au cours des six derniers mois, la Banque a réduit de 125 points de base additionnels sa fourchette opérationnelle pour le taux du financement à un jour, en raison des pressions à la baisse persistantes sur l'inflation.



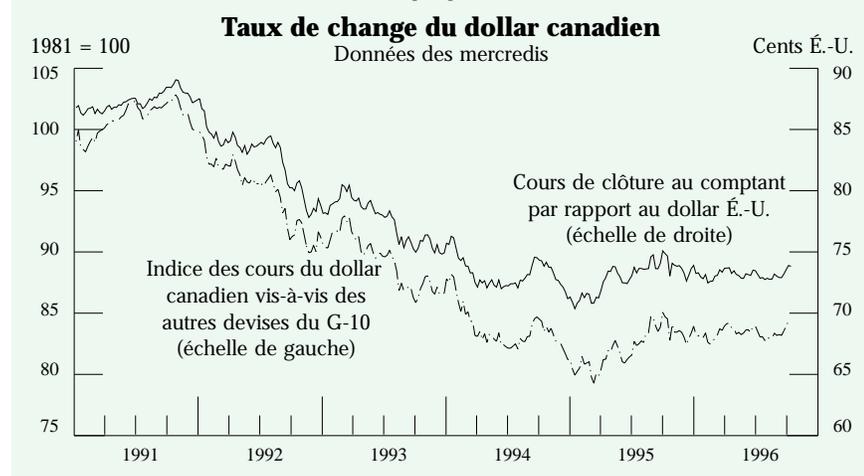
Les marchés financiers accordent une attention croissante aux facteurs fondamentaux de l'économie canadienne...

De fait, au cours des six derniers mois, les marchés financiers ont porté une attention croissante aux facteurs fondamentaux positifs qui caractérisent l'économie canadienne — notamment le maintien d'un bas taux d'inflation, l'assainissement des finances publiques (bien que les hauts niveaux d'endettement demeurent une source d'inquiétude) et l'amélioration du compte courant de la balance des paiements —, et la situation politique au Québec est passée à l'arrière-plan de leurs préoccupations.

Aux États-Unis, les marchés obligataires ont connu quelques accès de faiblesse lorsque la publication de statistiques donnait à penser qu'un relèvement des taux d'intérêt dans ce pays pourrait être nécessaire. Autrement, la situation économique internationale a été propice à l'assouplissement des conditions monétaires au Canada. Les taux d'intérêt ont accusé une baisse généralisée en Europe, et les marchés financiers mondiaux ont été stables.

Au Canada, la force des facteurs fondamentaux a soutenu le dollar (Graphique 12) et facilité en même temps la décrue des taux d'intérêt. Les taux canadiens à 90 jours sont maintenant inférieurs de 200 points de base environ à leurs pendants américains. Il faut remonter au début des années 70 pour trouver un autre exemple d'écart négatif se maintenant un certain temps (Note technique 3).

Graphique 12



Note technique 3

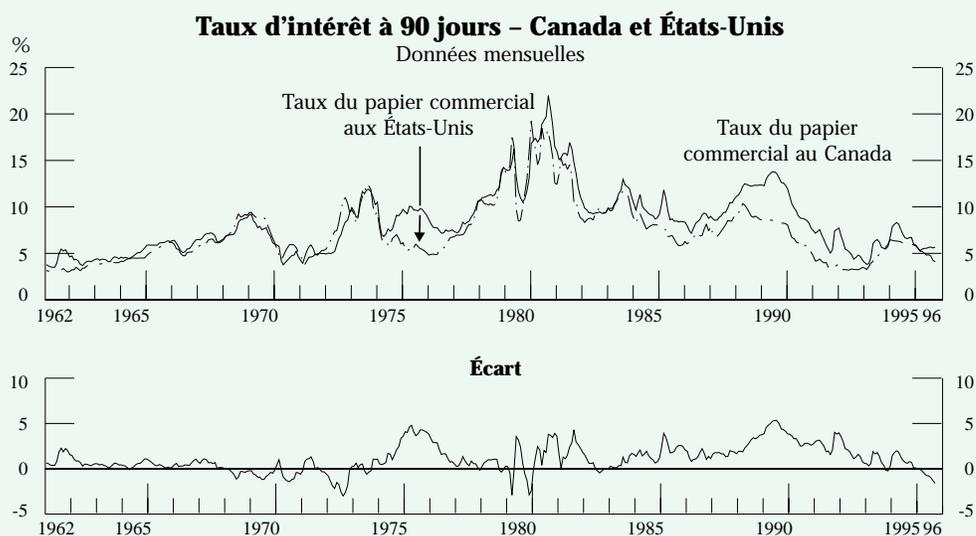
Les écarts entre les taux d'intérêt canadiens et américains Une perspective à long terme

L'évolution des taux d'intérêt aux États-Unis est un élément déterminant du niveau des taux pratiqués au Canada. Cependant, ces taux peuvent différer les uns des autres à tout moment en raison de facteurs comme les taux d'inflation relatifs des deux pays, l'écart entre leurs positions conjoncturelles et les perceptions relatives au risque.

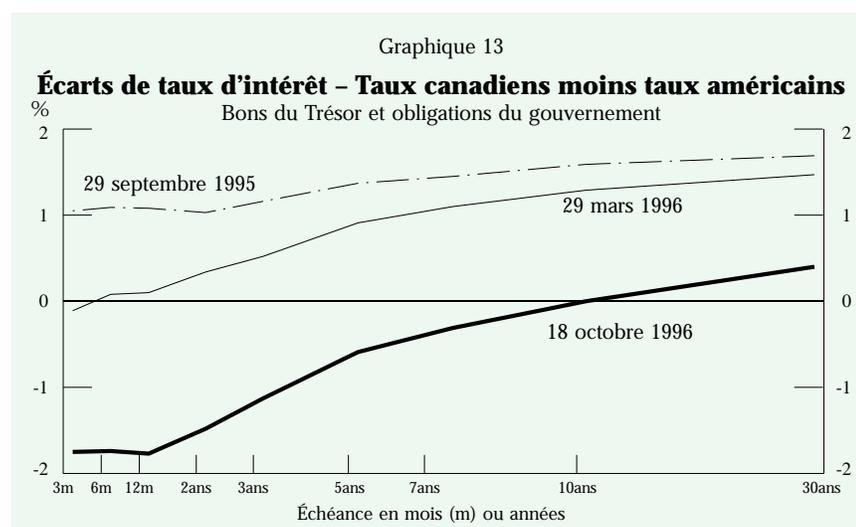
Les taux d'intérêt à court terme au Canada sont inférieurs à leurs pendants américains depuis le début de 1996, et il en est de même à l'heure actuelle des taux pour les échéances de dix ans et moins. Les écarts entre les taux d'intérêt nominaux des instruments à long terme sont également inférieurs aux niveaux observés dans le passé. Cette situation est attribuable aux données fondamentalement saines de l'économie canadienne, qui laissent entrevoir la possibilité d'une appréciation future du dollar canadien et, du point de vue des investisseurs, compensent l'écart négatif de taux d'intérêt.

La seule fois où les taux d'intérêt canadiens ont été inférieurs aux taux américains pendant une période prolongée au cours de l'histoire récente a été entre 1969 et 1973. Pendant la première moitié de cette période, l'inflation était plus faible au Canada qu'aux États-Unis et, plus tard, le solde de la balance courante a bénéficié d'une forte hausse des prix des produits de base. Ces facteurs aidant, le cours du dollar s'est apprécié après l'adoption du régime de changes flottants en mai 1970. Comme l'accélération de l'inflation a été plus vive par la suite au Canada qu'aux États-Unis, les écarts négatifs n'ont pu être maintenus. En revanche, les taux relativement faibles que l'on observe actuellement devraient se révéler plus durables étant donné les meilleurs résultats obtenus par le Canada au chapitre de l'inflation et l'engagement formel et soutenu des autorités monétaires canadiennes envers les cibles de maîtrise de l'inflation, sans oublier l'assainissement de la situation budgétaire.

Les autres pays affichant de meilleurs résultats que les États-Unis au chapitre de l'inflation ont aussi tendance à avoir des taux d'intérêt plus faibles. C'est le cas notamment du Japon, de l'Allemagne et de la France.



À l'heure actuelle, l'écart de rendement est négatif également pour les obligations à court et à moyen terme (Graphique 13). Les écarts entre les taux longs demeurent positifs, mais, par suite du recul des taux de rendement des obligations canadiennes qui s'est amorcé au printemps, ces écarts sont légèrement en deçà des moyennes enregistrées dans le passé. On peut en déduire que les investisseurs ont révisé à la baisse leur évaluation du risque d'inflation et des autres risques que présente l'économie canadienne par rapport à ceux qu'ils associent à la situation économique aux États-Unis. La reconnaissance de l'engagement des autorités à l'égard d'une saine politique monétaire et les mesures fermes de réduction des déficits publics adoptées depuis deux ou trois ans étaient des conditions essentielles du recul des taux.



... et les conditions monétaires se sont assouplies à la faveur d'un repli des taux d'intérêt.

Le cours du dollar canadien ayant fluctué à l'intérieur d'une bande étroite pendant la majeure partie des douze derniers mois, l'indice des conditions monétaires (ICM) s'est replié en gros au même rythme que les taux d'intérêt à court terme. Les deux baisses du taux d'escompte et des limites de la fourchette visée pour le taux du financement à un jour qui ont été effectuées en octobre à la suite du raffermissement du dollar canadien ont servi à rééquilibrer la composition des conditions monétaires pour éviter un durcissement. L'ICM en termes réels se situe actuellement à son plus bas niveau depuis le retour, en 1970, du régime de changes flottants, ce qui signifie que la détente cumulative des conditions monétaires constitue un facteur d'encouragement considérable pour l'économie canadienne (Note technique 4); celui-ci tend à contrebalancer la faiblesse de la dépense des ménages et l'incidence à court terme des mesures d'austérité budgétaire.

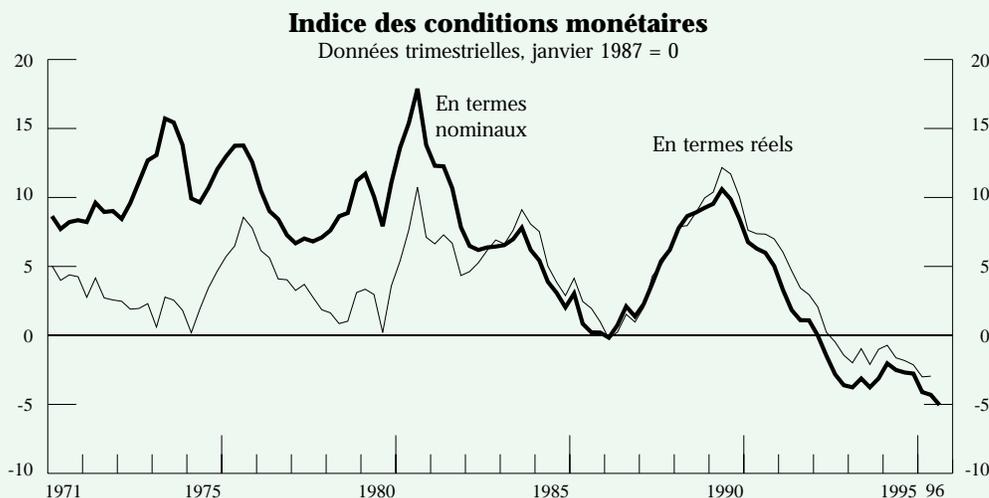
Note technique 4

L'indice des conditions monétaires en termes réels ou nominaux

Depuis plusieurs années, la Banque a recours à l'indice des conditions monétaires (ICM) — qui combine les taux d'intérêt à court terme et le taux de change — comme cible opérationnelle à court terme*. Cet indice se révèle particulièrement utile sur un horizon d'un à deux trimestres. Entre les prévisions trimestrielles établies par le personnel, l'ICM constitue pour la Banque un rappel constant de la nécessité de tenir compte des fluctuations du taux de change dans les décisions concernant les modifications de taux d'intérêt.

Le niveau des conditions monétaires nécessaire pour que l'inflation se maintienne à l'intérieur de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation change à mesure que les forces qui influent sur la demande et l'offre globales évoluent. Théoriquement, comme ce sont les changements au sein des variables réelles qui influencent la production réelle, la mesure pertinente est l'ICM *réel*, construit à partir du taux d'intérêt moins l'inflation attendue et du taux de change corrigé pour tenir compte des variations relatives du niveau des prix au Canada et à l'étranger**. Toutefois, en pratique, la Banque se concentre sur l'ICM nominal parce qu'il peut être mis à jour quotidiennement, tandis que les mesures de prix servant au calcul de l'ICM réel ne sont disponibles qu'une fois par trimestre et avec un décalage. Le recours à l'ICM nominal ne devrait pas donner lieu à une mauvaise interprétation des conditions monétaires car la mesure nominale suit l'ICM réel de très près d'un trimestre à l'autre, les variations des taux nominaux sur les marchés financiers dominant chacune des deux séries.

Il reste que pour comparer les conditions monétaires sur longue période, il est plus approprié d'examiner l'indice en termes réels. Cela dit, les deux indices ont reculé de façon marquée depuis le début des années 90 et se situent maintenant à leur plus bas niveau depuis 25 ans.



* Pour plus de renseignements sur la construction de l'ICM et les raisons qui l'ont motivée, voir C. Freedman (1994) et (1996).

** La mesure de l'inflation attendue utilisée dans le graphique est le taux de croissance sur quatre trimestres de l'indice des prix du PIB. Ce type d'indices sert aussi à calculer le taux de change réel pondéré en fonction des échanges commerciaux.

4. Les perspectives en matière d'inflation

Dans l'évaluation qu'elle fait de l'évolution future de l'inflation, la Banque tient surtout compte des facteurs qui sont susceptibles d'agir sur l'équilibre entre la demande et l'offre globales au cours des quatre à six trimestres à venir. Pour se faire une idée de la trajectoire future de la production, de l'inflation et des conditions monétaires appropriées, elle examine aussi les indicateurs des attentes en matière d'inflation et le rythme d'expansion de la masse monétaire.

La demande et l'offre globales

La demande extérieure devrait continuer à alimenter la croissance de la production au Canada...

La croissance économique s'est accélérée aux États-Unis au premier semestre de 1996. De fait, la demande est probablement redevenue légèrement excédentaire dans ce pays vers le milieu de l'année, mais les mesures globales des prix et des coûts de production ne trahissent aucune intensification des pressions inflationnistes. Sous l'effet conjugué d'une montée des taux d'intérêt à long terme et d'une appréciation du cours du dollar É.-U. pondéré en fonction des échanges commerciaux, l'économie américaine pourrait retrouver un rythme de croissance viable au cours des prochains trimestres. Il n'est toutefois pas exclu que la Réserve fédérale sente la nécessité de resserrer quelque peu sa politique monétaire.

Si le rythme d'expansion économique a été modeste dans les principaux pays européens durant les premiers mois de 1996, il a été plus vigoureux dans l'ensemble au Japon. Les économies des pays d'outre-mer devraient connaître une croissance modérée au deuxième semestre de 1996, à la faveur dans bien des cas de l'assouplissement antérieur des conditions monétaires.

L'indice global des prix des produits de base devrait commencer à afficher une légère tendance à la hausse vers le début de 1997 même si, à court terme, les prix de certains de ces produits devraient être soumis à des pressions à la baisse. Le cours du pétrole brut devrait redescendre en raison d'un accroissement de l'offre provenant de pays non-membres de l'OPEP; il est cependant très difficile de faire des prévisions à ce sujet étant donné la situation politique et militaire qui règne actuellement au Moyen-Orient. Les prix des grains pourraient continuer de fléchir puisque les récoltes s'annoncent abondantes cette année partout dans le monde. Quant au prix du papier journal, il pourrait poursuivre son repli à court terme, les utilisateurs continuant de comprimer leurs stocks. Néanmoins, les cours des autres matières

industrielles devraient se raffermir en moyenne, le rythme d'expansion dans les grands pays industriels ayant pour effet de réduire les capacités excédentaires au sein de l'économie mondiale.

Dans l'ensemble, la demande extérieure devrait continuer d'alimenter la croissance de l'économie canadienne au deuxième semestre de 1996, soutenue en cela par la forte position concurrentielle des entreprises canadiennes.

Certains signes témoignent également d'une reprise de la demande intérieure. Selon les résultats des dernières enquêtes sur les intentions d'investissement et sur la confiance des entreprises, les dépenses en capital se redresseront au deuxième semestre de 1996. En outre, la correction marquée des stocks qui s'est produite récemment, et qui a eu pour effet de ramener ceux-ci près des niveaux désirés, devrait faire en sorte que l'essor des ventes finales donne directement lieu à un accroissement de la production. Le programme d'austérité budgétaire se poursuivra et la faiblesse actuelle du taux d'épargne des particuliers aura tendance à freiner les dépenses des ménages, mais l'effet de ces facteurs sur l'expansion de la demande intérieure globale devrait être neutralisé par la baisse passée des taux d'intérêt et par la croissance de l'emploi dans le secteur privé qui, en dépit d'une certaine faiblesse de l'emploi global, s'est chiffrée à 2,4 % en taux annuels au troisième trimestre. C'est ce que révèle la meilleure tenue de nombreux indicateurs de l'évolution de la consommation et de l'activité dans le secteur du logement au début du troisième trimestre de 1996.

À en juger par les facteurs externes et internes à l'œuvre, l'activité économique devrait progresser plus rapidement au deuxième semestre de 1996 que cela n'a été le cas entre le milieu de 1995 et le milieu de 1996. La grève chez General Motors aura une incidence sensible sur le niveau moyen de l'activité au quatrième trimestre, mais la Banque considère que, ce facteur mis à part, la production devrait s'accroître à un rythme supérieur à celui de la production potentielle aux troisième et quatrième trimestres. Abstraction faite aussi de la grève chez GM, les prévisionnistes du secteur privé estiment que le taux de croissance moyen pour cette période se situera entre 3 1/2 et 4 % en chiffres annuels⁴. À notre avis, l'économie devrait rester très vigoureuse bien au-delà de la fin de cette année, à la faveur de l'important assouplissement des conditions monétaires qui a déjà eu lieu. En effet, la Banque s'attend à ce que le taux de croissance moyen soit

... et la demande intérieure devrait se raffermir.

Dans l'ensemble, le rythme d'expansion économique devrait s'accroître au Canada au deuxième semestre de 1996.

4. Les prévisions du secteur privé pour le dernier semestre de 1996 et les quatre trimestres de 1997 ont été établies à partir des taux annuels moyens prévus pour 1996 et 1997, qui sont de 1,5 % et de 3,1 % respectivement (ministère des Finances, *La mise à jour économique et financière*, 9 octobre 1996).

supérieur à 4 % au cours de la période de quatre trimestres se terminant à la fin de 1997, alors que les prévisionnistes du secteur privé ne tablent que sur un taux de croissance de 3 %.

L'offre excédentaire continuera néanmoins d'exercer des pressions à la baisse sur l'inflation.

Selon les projections mentionnées ci-dessus, les pressions à la baisse qu'engendre la présence de capacités de production excédentaires sur le taux d'inflation mesuré par l'indice de référence joueront encore un rôle important au cours des prochains trimestres. De même, la situation du marché du travail continuera de prévenir de fortes pressions à la hausse sur les salaires. Par ailleurs, l'accélération attendue du rythme de l'expansion économique au deuxième semestre de 1996 devrait se traduire par de nouveaux gains de productivité, ce qui aura également pour effet de limiter les augmentations globales des coûts.

Les facteurs temporaires qui influent sur l'inflation

Les variations passées du taux de change et des prix des produits de base ne devraient plus guère exercer de pressions à la hausse sur l'inflation.

Étant donné que le dollar canadien est stable depuis deux ans, ses variations antérieures ne devraient plus guère exercer de pressions sur l'inflation. Il ne faut pas non plus s'attendre à ce que le net recul enregistré récemment par les prix de nombreuses matières industrielles engendre des pressions à la baisse au cours des prochains mois, puisque de tels mouvements ne se répercutent généralement sur les prix à la consommation qu'avec d'assez longs retards.

En outre, une foule d'indices continuent de montrer que la concurrence demeure vive dans le secteur de la vente au détail au Canada, les consommateurs restant très réfractaires à la plupart des relèvements de prix. Les détaillants semblent néanmoins avoir mis fin à certains des rabais pratiqués plus tôt durant l'année, une fois leurs stocks excédentaires écoulés, surtout ceux d'articles saisonniers. Si la demande des ménages continue de se redresser et qu'un meilleur équilibre des stocks est réalisé au deuxième semestre de 1996, d'autres rabais pourraient être supprimés, ce qui ferait augmenter quelque peu les prix. Dans l'ensemble, toutefois, l'influence des facteurs transitoires sur l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait être assez faible.

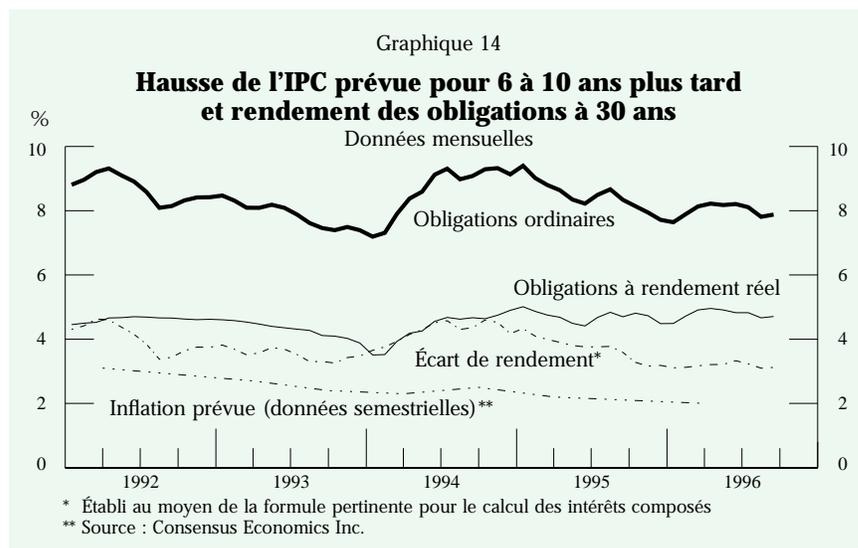
Les mesures des attentes relatives à l'inflation

Le taux d'inflation attendu a reculé.

Les attentes des agents économiques, qui jouent un rôle important dans les perspectives d'évolution de l'inflation, sont influencées par le taux d'inflation observé et par la crédibilité dont jouit la cible de maîtrise de l'inflation fixée par la Banque. Plus celle-ci est crédible, plus le taux d'inflation attendu se rapproche du point médian de la fourchette cible. Au cours des six derniers mois, le taux d'inflation attendu à court terme a accusé un nouveau recul. Dans l'enquête trimestrielle que le Conference Board du Canada a menée en septembre sur la confiance des

entreprises canadiennes, 97 % des répondants s'attendaient à ce que l'inflation se situe à 2 % ou moins à court terme (comparativement à 83 % lors de l'enquête effectuée en décembre 1995). Selon les résultats de l'enquête trimestrielle que cet organisme a menée en juin auprès de prévisionnistes, le taux d'inflation mesuré par l'IPC devrait se situer en moyenne à environ 1,5 % en 1996, ce qui est légèrement inférieur au chiffre annoncé dans l'enquête effectuée trois mois plus tôt, et remonter aux alentours de 1,7 % en 1997.

Étant donné que l'écart de rendement entre les obligations ordinaires à long terme et les obligations à rendement réel se fonde en grande partie sur les attentes des investisseurs relativement à l'inflation à long terme, les variations de cet écart peuvent servir à estimer l'évolution des attentes⁵. L'écart de rendement est resté relativement constant cette année, après s'être amenuisé en 1995 (Graphique 14).

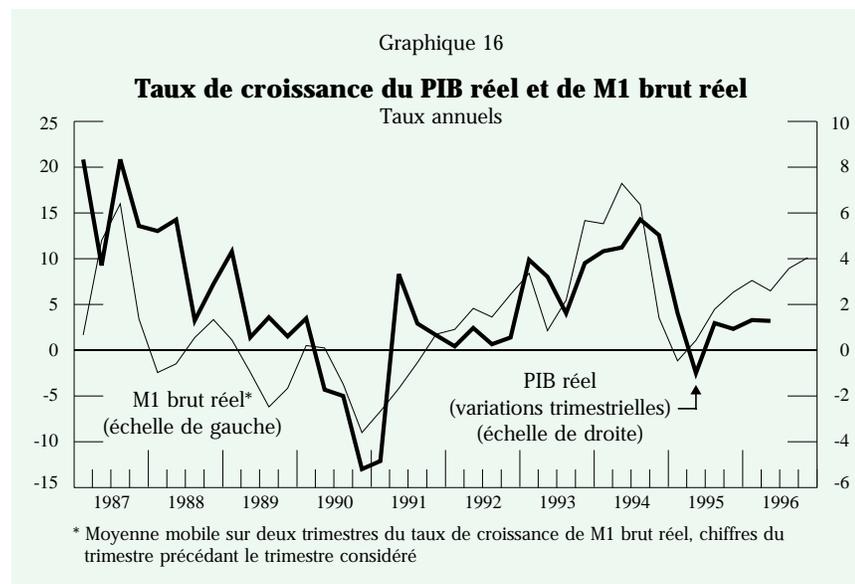
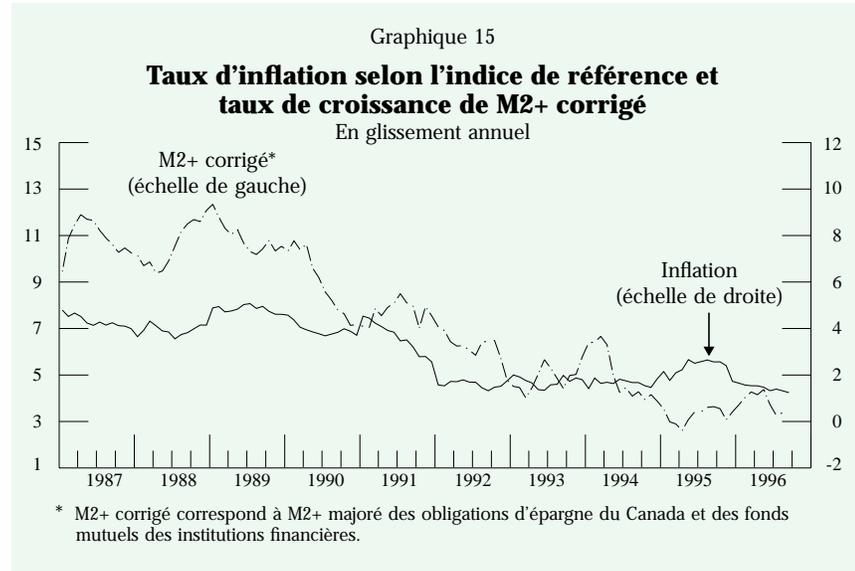


5. Voir Côté et al. (1996) pour une analyse des avantages et des désavantages que présente cette méthode de mesure des attentes. L'existence de primes de risque d'inflation et de risque de liquidité qui ne sont pas observables constitue la principale difficulté lorsque l'on interprète les chiffres donnés par cette mesure.

Les indicateurs monétaires

L'évolution des agrégats monétaires laisse présager un bas taux d'inflation et une accélération de la croissance de la production.

La croissance de l'agrégat monétaire au sens large M2+ s'est ralentie au deuxième trimestre (Graphique 15). Si l'on se fie simplement à la relation observée dans le passé entre les agrégats monétaires au sens large et les prix, ce ralentissement indiquerait que le taux d'inflation pourrait baisser pour s'établir près de la limite inférieure de la fourchette cible d'ici la fin de l'année.



Le taux de croissance sur douze mois de M1, l'agrégat au sens étroit, s'est maintenu aux alentours de 10 % (Graphique 16). Comme les augmentations des encaisses de transaction en termes réels ont constitué par le passé un bon indicateur de la croissance du PIB, ce comportement laisse supposer que l'activité sera très vigoureuse au deuxième semestre de 1996. Toutefois, l'accroissement de M1 est attribuable en grande partie aux taux d'intérêt attractifs qui sont offerts maintenant sur les comptes courants des sociétés. Qui plus est, les prévisions fondées sur l'agrégat M1 en termes réels ont affiché ces dernières années un net biais à la hausse.

À en juger par les prévisions tirées de la modélisation de l'inflation à long terme à l'aide de M1, le taux d'inflation devrait se situer entre 1 et 1 1/2 % au cours des deux prochaines années.

5. Conclusions

L'inflation n'a pratiquement pas varié depuis la publication du précédent rapport. Étant donné la persistance d'une importante offre excédentaire au sein de l'économie canadienne, elle devrait demeurer dans la partie inférieure de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation au cours des six prochains mois.

Pour ce qui est du moyen terme, la question demeure surtout de savoir si la tendance de l'inflation ne fera pas tomber le taux d'inflation en deçà de la limite inférieure de la fourchette cible de 1 à 3 %. La détente marquée des conditions monétaires qui s'est produite au cours des douze derniers mois accroît la probabilité qu'une forte reprise de l'activité survienne au deuxième semestre de 1996 et au début de 1997. Il est difficile de prévoir l'intensité qu'aura cette reprise, mais, comme il a été mentionné précédemment, on s'attend à ce qu'elle soit appréciable. Toutefois, étant donné que l'offre pourrait rester excédentaire tout au long de 1997 même dans l'éventualité d'une forte reprise, on doit envisager la possibilité que l'inflation glisse sous 1 % d'ici la fin de 1997. Il pourrait alors être nécessaire à *moyen terme* d'assouplir à nouveau les conditions monétaires. En revanche, selon l'évolution future des attentes relatives à l'inflation et la robustesse de l'activité économique (par exemple, si un fort regain de confiance se dessinait chez les consommateurs), la baisse du taux d'inflation, si baisse il y a, pourrait être assez faible et de courte durée.

L'expansion économique au Canada n'est pas encore suffisamment bien enclenchée pour que nous puissions établir avec assurance les risques associés tant à une hausse qu'à une baisse de l'inflation. Nous devons donc continuer de surveiller de près la conjoncture économique afin de pouvoir déterminer quelles conditions monétaires sont appropriées. Il ne fait aucun doute cependant que l'économie dispose d'une marge suffisante pour que la production et l'emploi progressent vigoureusement sans qu'il y ait recrudescence de l'inflation.

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

Bibliographie

- Banque du Canada (1991). «Cibles de réduction de l'inflation : Communiqué et documentation à l'appui», *Revue de la Banque du Canada*, mars, p. 3-21.
- _____ (1991). «Les cibles de réduction de l'inflation : autres considérations d'ordre pratique et questions de mesure», *Revue de la Banque du Canada*, septembre, p. 3-23.
- _____ (1993-1994). «Déclaration du gouvernement et de la Banque du Canada au sujet des objectifs de la politique monétaire», *Revue de la Banque du Canada*, hiver, p. 85-86.
- _____ (1995). *Rapport sur la politique monétaire*, Banque du Canada, Ottawa, mai.
- _____ (1996). «L'évolution économique et financière récente», *Revue de la Banque du Canada*, été, p.12-13.
- Conference Board du Canada (1996). *Indice des attitudes des consommateurs*, automne.
- _____ (1996). *Indice de confiance des entreprises*, automne.
- _____ (1996). *Survey of Forecasters*, juin.
- Consensus Economics Inc. (1991-1996). *Consensus Forecasts*, Philip M. Hubbard, Londres (R.-U.), divers numéros.
- Côté, Agathe, Jocelyn Jacob, John Nelmes et Miles Whittingham (1996). «Les attentes d'inflation et les obligations à rendement réel», *Revue de la Banque du Canada*, été, p. 41-53.
- Freedman, Charles (1994). «Le recours aux indicateurs et à l'indice des conditions monétaires au Canada», initialement paru en anglais dans *Frameworks for Monetary Stability: Policy Issues and Country Experiences*, publié sous la direction de Tomás J. T. Baliño et Carlo Cottarelli, Fonds monétaire international, Washington, et reproduit dans *La transmission de la politique monétaire au Canada*, Banque du Canada (1996).
- _____ (1996). «Le rôle des conditions monétaires et de l'indice des conditions monétaires dans la conduite de la politique», reproduit dans *La transmission de la politique monétaire au Canada*, Banque du Canada, Ottawa.
- Lau, Hung-Hay (1996). «Le rôle de la gestion des stocks dans les fluctuations de l'économie canadienne», *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 31-44.