

BANQUE DU CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

– novembre 1998 –

Le dollar d'argent qui illustre la page couverture a été émis en 1989 pour commémorer le deuxième centenaire du premier voyage entrepris par Sir Alexander Mackenzie dans le Nord-Ouest canadien. Parti de Fort Chipewyan, Sir Alexander a navigué sur le Grand lac des Esclaves, puis a longé le fleuve qui porte maintenant son nom, jusqu'à l'océan Arctique. Ce n'est que lors de son deuxième grand voyage, en 1793, qu'il a trouvé la route de l'océan Pacifique qu'il cherchait.

Cette pièce est l'œuvre de John Mardon.

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

893-49-90-687
CN ISSN 1201-8783

RAPPORT SUR LA POLITIQUE
MONÉTAIRE

— novembre 1998 —

« L'évolution de la situation internationale au cours de la dernière année a eu sur notre économie une incidence plus forte qu'on ne l'avait d'abord prévu. Il est évident que les secteurs d'activité et les régions du Canada qui sont tributaires des produits de base font face à des difficultés considérables. [Toutefois], les Canadiens [...] ne doivent pas oublier que, dans l'ensemble, l'économie de leur pays est encore en bonne santé. Cela est attribuable, d'abord et avant tout, au fait que certains aspects fondamentaux de l'économie canadienne se sont améliorés considérablement ces dernières années. Nous bénéficions maintenant d'un faible taux d'inflation, d'un surplus budgétaire et d'une diminution du ratio de la dette publique au PIB (bien que ce ratio reste élevé). En outre, les entreprises canadiennes ont lancé d'importants projets de restructuration et d'investissement afin d'accroître leur productivité. Grâce à ces améliorations fondamentales, nous sommes en meilleure posture qu'auparavant pour absorber les chocs soudains. »

— Gordon Thiessen

*Allocution prononcée
devant le St. John's Board of Trade
St. John's (Terre-Neuve)
le 23 septembre 1998*

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 demande et l'offre globales	21
Les facteurs temporaires qui influent sur l'inflation	25
La maîtrise des coûts	25
La mesure des attentes relatives à l'inflation	26
Les indicateurs monétaires	27
Les prévisions relatives à l'inflation	28
5. Conclusions	30
Bibliographie	31

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 dernier, 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 maintenir celui de l'IPC global à l'intérieur de la fourchette cible.

1. INTRODUCTION

Au cours des six derniers mois, l'incertitude planant sur l'économie mondiale s'est intensifiée, en grande partie à cause de l'évolution observée dans les économies à marché émergent. La tâche de la Banque du Canada, tout comme celle des autorités monétaires des autres pays industriels, a été double : évaluer les répercussions de cette évolution sur l'activité économique et sur l'inflation au pays et, par conséquent, sur l'orientation de la politique monétaire, et tempérer l'instabilité et la nervosité des marchés financiers.

Dans la livraison de mai du *Rapport sur la politique monétaire*, nous avons fait observer que la conjoncture internationale suscitait une grande incertitude. D'une part, la crise qui sévissait en Asie, notamment au Japon, pesait de plus en plus sur l'économie canadienne. D'autre part, le dynamisme de l'économie américaine alimentait fortement le secteur des exportations au Canada. Dans ces circonstances, la Banque estimait possible une accentuation de la volatilité des taux d'intérêt et des taux de change, ce qui entraînerait probablement des fluctuations relativement importantes des conditions monétaires.

À la fin de l'été, la turbulence régnant sur les marchés internationaux s'est aggravée sous la pression des événements survenus en Russie, en particulier la décision prise par les autorités de ce pays d'imposer de façon unilatérale un moratoire sur le remboursement de la dette. Ce geste imprévu a été vivement ressenti sur les marchés financiers du monde entier. Un grand nombre d'économies émergentes ont assisté, impuissantes, à des fuites massives de capitaux et à l'accroissement marqué des écarts de taux d'intérêt, pendant que les investisseurs, nerveux et en quête d'un abri sûr pour leurs placements, se tournaient principalement vers les marchés de titres d'État américains et européens. Parallèlement, l'écart entre les rendements des obligations du secteur privé et ceux des obligations d'État s'est élargi, et la liquidité des instruments plus risqués a diminué sur les marchés.

Durant les six derniers mois, la Banque s'est employée à composer avec l'incertitude et la volatilité très fortes qui ont agité les marchés financiers du monde et à évaluer les conséquences de la conjoncture internationale sur l'économie canadienne. Les mesures qu'elle a prises au cours de cette période sont examinées dans le présent rapport. La Banque y propose également son évaluation des facteurs internes et externes à l'œuvre et décrit en particulier les implications de ces facteurs pour l'économie et pour l'évolution future des prix par rapport à la fourchette cible de maîtrise de l'inflation.

Les données que renferme le présent rapport s'arrêtent au 21 octobre 1998.

Durant les six derniers mois, l'incertitude planant sur l'économie mondiale s'est intensifiée...

... ce qui a accru l'instabilité des marchés financiers.

Étant donné l'évolution incertaine de l'économie à l'échelle internationale, il y a lieu d'insister sur le caractère hypothétique des perspectives énoncées.

Étant donné l'incertitude qui règne à l'échelle internationale, nous nous devons d'insister sur le caractère hautement hypothétique des perspectives énoncées. Toutefois, il importe tout autant, à notre avis, de ne pas perdre de vue les facteurs positifs qui favorisent une expansion continue de l'économie canadienne, à savoir la diminution du ratio de la dette publique au PIB, la restructuration du secteur privé et le maintien d'un taux d'inflation bas et stable.

2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

Au cours des six derniers mois, l'inflation mesurée par l'indice de référence (IPC hors alimentation, énergie et effet des modifications des impôts indirects) est demeurée près de la limite inférieure de la fourchette de maîtrise de l'inflation visée par la Banque.

L'inflation et la fourchette cible

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

Le taux d'accroissement sur douze mois de l'indice de référence était de 1,2 % en septembre, soit le même niveau qu'en mars, ce qui est légèrement inférieur à ce que nous avons prévu (Graphique 1). Les deux autres mesures statistiques de l'inflation tendancielle (IPCX et IPCP)¹ dont la Banque suit l'évolution sont restées relativement stables, affichant sensiblement le même niveau que l'inflation mesurée par l'indice de référence (Graphique 2).

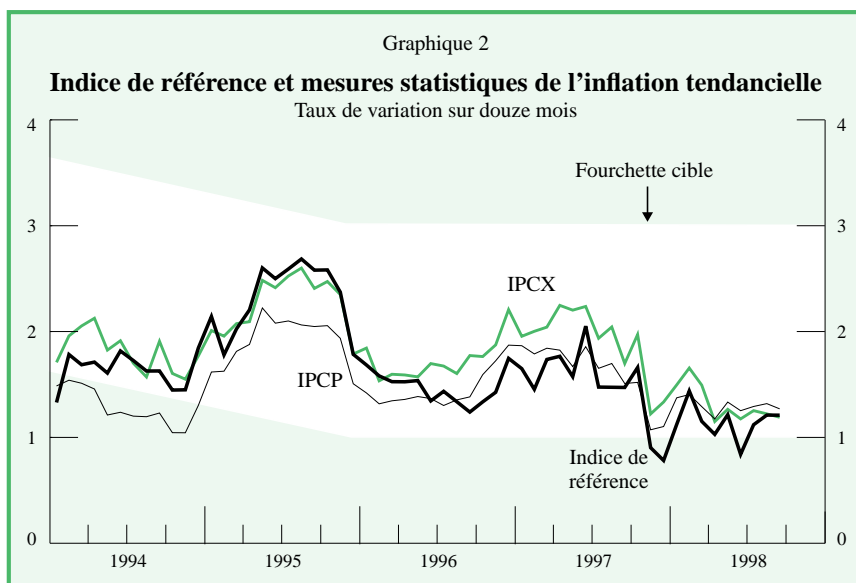
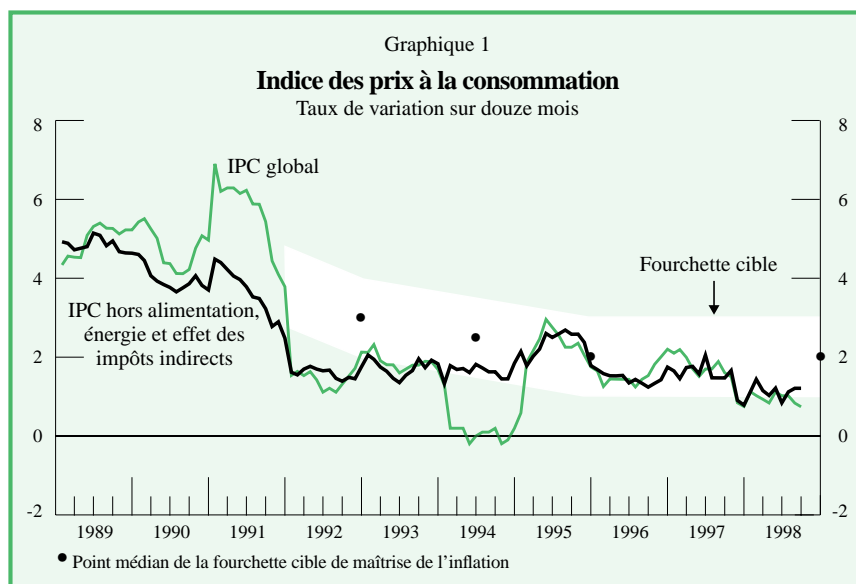
... malgré la dépréciation du dollar canadien.

La dépréciation du dollar canadien durant la dernière année a poussé les prix à la hausse dans certains secteurs. Bien que la chute du cours du dollar canadien ait contribué au renchérissement marqué de nombreux biens et services non énergétiques importés, seulement une partie de l'augmentation s'est répercutée jusqu'à maintenant sur les prix à la consommation de ces biens et services, en raison des décalages qui caractérisent la transmission de telles variations. Le repli de la monnaie canadienne a aussi contribué à l'accroissement de la demande de biens et services produits au pays et, par conséquent, au relèvement de certains prix comme les tarifs hôteliers². Dans l'ensemble, on estime que les effets de la dépréciation du dollar

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

2. Pour une étude détaillée de l'incidence des variations du taux de change sur les prix à la consommation, voir Laffèche (1996-1997).

sur le niveau des prix expliquent 0,4 point de pourcentage de l'inflation mesurée par l'indice de référence en septembre. Un autre facteur qui pourrait exercer des pressions à la hausse sur cette mesure réside dans les attentes voulant que, à long terme, l'inflation s'accélère par rapport aux bas taux actuels.



D'autres facteurs sont venus annuler une partie de ces influences sur l'inflation mesurée par l'indice de référence. Les plus importants sont l'offre excédentaire au sein de l'économie et les pressions exercées par les fournisseurs asiatiques, qui ont

continué de limiter les hausses de prix. La concurrence est demeurée particulièrement vive dans le commerce de détail, bien que la fermeture d'un nombre considérable de magasins au premier semestre de 1998 ait entraîné une réduction de la capacité excédentaire dans ce secteur. Dans le domaine des appels interurbains, la déréglementation a donné lieu à une intensification de la concurrence et à une baisse des tarifs. Les prix des ordinateurs ont aussi chuté, à un rythme de plus en plus rapide, à la faveur des progrès techniques, de la diminution du coût des composantes due aux dépréciations des monnaies asiatiques et des capacités inutilisées dans l'industrie mondiale de la fabrication de microprocesseurs.

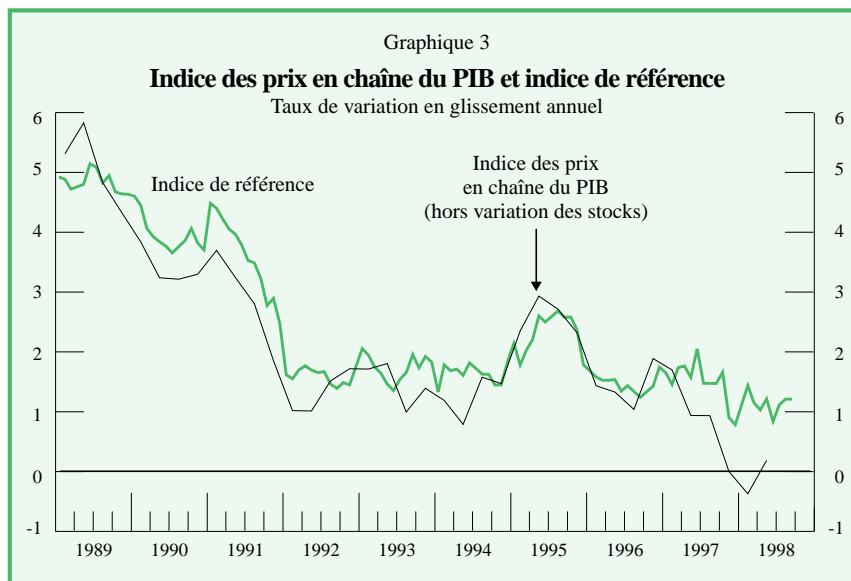
L'inflation mesurée par l'IPC global a été contenue par le recul des cours du pétrole.

Pour l'ensemble de l'économie, le niveau des prix est demeuré à peu près le même.

La hausse des prix des biens de consommation et des biens d'équipement a été contrebalancée par le repli des cours des produits de base.

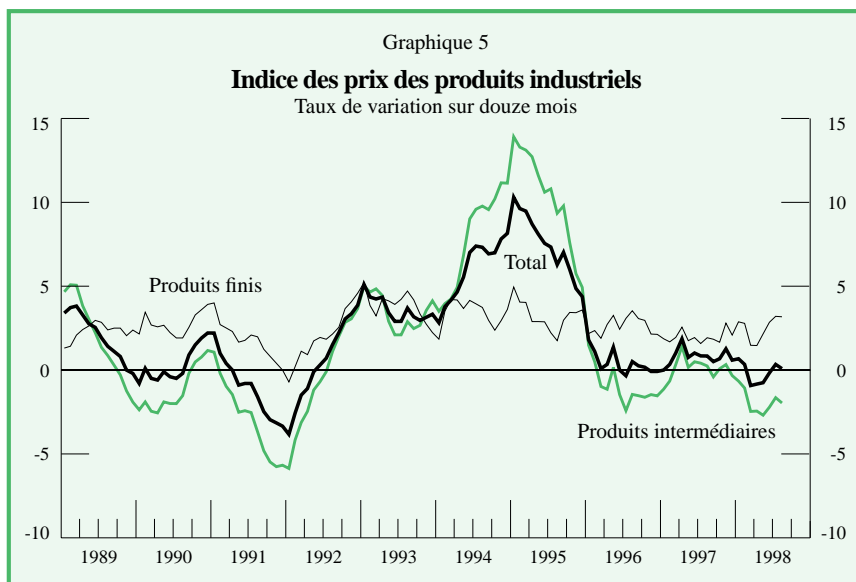
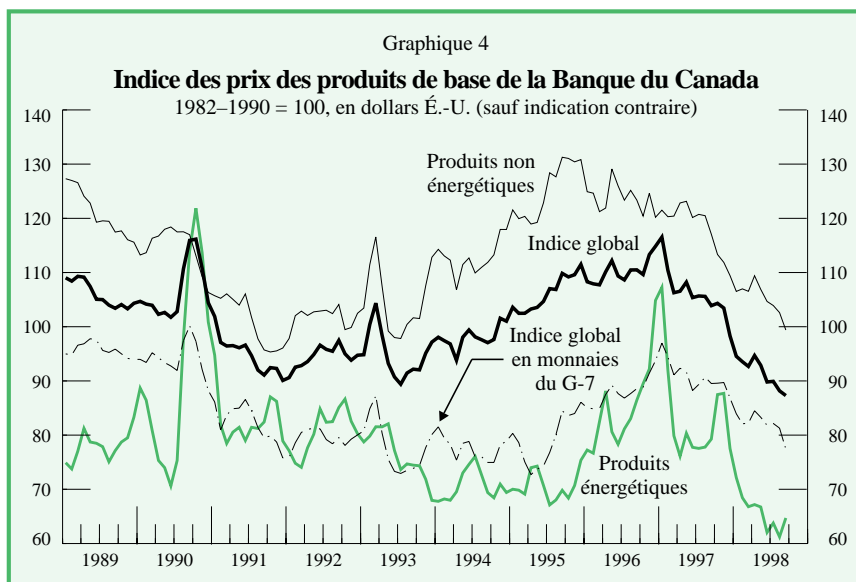
La croissance sur douze mois de l'IPC global était de 0,7 % en septembre 1998, contre 0,9 % en mars dernier. Les cours du pétrole brut ayant de nouveau fléchi, les prix à la consommation de l'énergie ont reculé, ce qui a eu pour effet de contenir la hausse de l'inflation mesurée par l'indice global.

Le niveau des prix dans l'ensemble de l'économie est demeuré à peu près le même. Le taux d'accroissement en glissement annuel de l'indice des prix en chaîne du PIB – une mesure des variations des prix dont les poids varient en fonction de la composition de la dépense – était à peine positif au second trimestre de 1998 (Graphique 3). La progression, modérée, des prix des biens à la consommation et des biens d'équipement a été contrebalancée par un nouveau repli des cours des produits de base exportés.



La baisse des prix mondiaux des produits de base (Graphique 4) est attribuable à des facteurs liés tant à la demande qu'à l'offre. La demande mondiale de matières premières a chuté, principalement en raison de la crise asiatique. Les récoltes

exceptionnelles de céréales et l'augmentation des exportations de métaux, de pétrole brut et de pâte à papier par les pays riches en ressources naturelles expliquent en grande partie le gonflement de l'offre de produits de base. On redoutait également que certains pays riches en ressources naturelles éprouvant des difficultés financières, comme la Russie, accroissent le volume de leurs exportations.



Du côté du secteur manufacturier, l'indice des prix des produits industriels n'a guère varié sur douze mois (Graphique 5). Les prix à l'exportation de nombreux produits finis

pour lesquels les contrats sont établis en dollars É.-U., comme les véhicules automobiles, ont fait un bond par suite de la dépréciation du dollar canadien par rapport à son pendant américain. Toutefois, ce facteur a été largement compensé par le recul des prix de la plupart des biens intermédiaires manufacturés imputable à la faiblesse des cours des produits de base.

Les facteurs qui influent sur l'inflation

La demande et l'offre globales

L'expansion réelle du PIB s'est ralentie au premier semestre de 1998.

Après avoir été soutenue tout au long de 1997, l'expansion de l'économie canadienne a décéléré au premier semestre de 1998, les retombées de la crise asiatique commençant à se faire sentir, en particulier dans le secteur des ressources. Au cours des six premiers mois de l'année, le PIB réel s'est accru de 2 1/2 % environ en chiffres annualisés³. Les données dont on dispose à l'heure actuelle portent à croire que la croissance s'est encore légèrement ralentie au troisième trimestre. La reprise consécutive à la fin des grèves survenues au dernier trimestre de 1997 a dopé la croissance au début de 1998, tandis que les arrêts de travail dans les secteurs de l'automobile, des pâtes et papiers, du logement, du transport aérien et de l'éducation ont ralenti l'activité entre juin et septembre. Cependant, ces facteurs n'ont guère eu d'influence sur la croissance moyenne au cours des trois premiers trimestres de 1998.

L'essor des exportations, bien que toujours vigoureux, s'est modéré en raison des retombées de la crise asiatique et des interruptions de la production dans l'industrie automobile.

Le volume des exportations a crû fortement au premier semestre de l'année, mais à un rythme moindre que celui, très vigoureux, enregistré en 1997. La demande américaine de machines et matériel et de biens intermédiaires a continué de s'intensifier. Cependant, les exportations de produits de base (en particulier de produits forestiers) vers le Japon et d'autres pays d'Asie de l'Est ont fléchi considérablement (Note technique 1). Les exportations de produits automobiles ont aussi beaucoup diminué en juin et juillet, principalement à cause des interruptions temporaires de la production chez General Motors dues aux grèves qui ont touché deux des usines de pièces de la compagnie aux États-Unis. Vers le début du mois d'août, la production avait repris son cours normal.

3. Les chiffres dont fait état la présente livraison du *Rapport* ne tiennent pas compte des corrections aux comptes nationaux publiées le 30 octobre par Statistique Canada. Ces corrections, qui remontent jusqu'à 1993, ont donné lieu à une révision à la baisse du taux de croissance du PIB réel au premier semestre de 1998. En revanche, en raison des révisions à la hausse des chiffres des années antérieures, le niveau du PIB au deuxième trimestre de 1998 est plus élevé que ce qui avait été établi précédemment.

Note technique 1

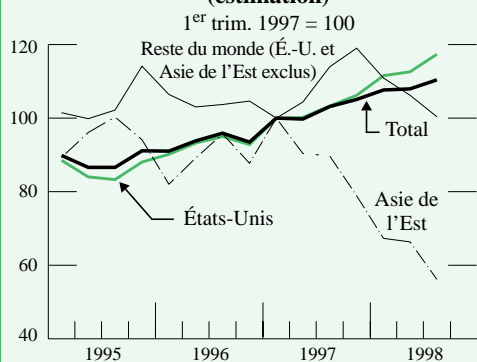
L'évolution récente des exportations canadiennes

En 1998, le volume des exportations canadiennes (abstraction faite de l'incidence de la grève chez General Motors) a connu une croissance conforme dans l'ensemble aux pronostics. Les exportations ont poursuivi leur vive progression amorcée au premier semestre de 1997, grâce surtout au dynamisme remarquable de la demande intérieure aux États-Unis. Cependant, la croissance de l'ensemble des exportations a été freinée par la forte baisse des exportations vers l'Asie de l'Est*, attribuable au net fléchissement de l'activité économique dans cette région du monde et à l'appréciation marquée du dollar canadien par rapport aux monnaies asiatiques.

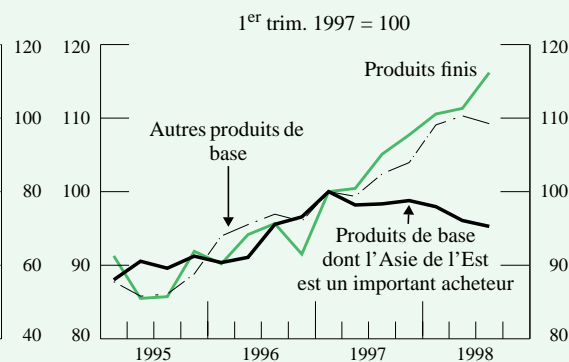
Les gains importants enregistrés par les ventes de *produits finis* aux États-Unis (p. ex. celles de machines et de matériel, de produits automobiles et d'autres biens de consommation) ont été le moteur de l'expansion des exportations canadiennes depuis le début de 1997. En outre, les exportations de produits finis ne se sont ressenties que légèrement de la détérioration de la conjoncture économique en Asie de l'Est car les pays de cette région importent relativement peu de produits finis canadiens. Par ailleurs, un bon nombre d'exportateurs canadiens bénéficient de contrats à moyen terme avec des importateurs américains.

Les exportations des *produits de base dont l'Asie de l'Est est un important acheteur* (produits de l'agriculture et de la pêche, bois d'œuvre, pâte et papier, charbon, minerais métalliques, aluminium et produits chimiques organiques)** se sont repliées depuis le deuxième trimestre de 1997; les producteurs canadiens auraient, semble-t-il, réduit leur production et leurs exportations en provenance d'installations à prix de revient élevé en réponse à la baisse prononcée des prix de vente de ces produits. Le recul des exportations vers l'Asie de l'Est a été en partie neutralisé par la vigueur de la demande américaine de biens intermédiaires. Cette vigueur de la demande aux États-Unis, ainsi que la mise en service de nouvelles capacités au Canada, a également favorisé une hausse sensible des exportations des *autres produits de base* depuis le deuxième trimestre de 1997.

Indices des exportations canadiennes en volume (estimation)



Indices des exportations canadiennes en volume



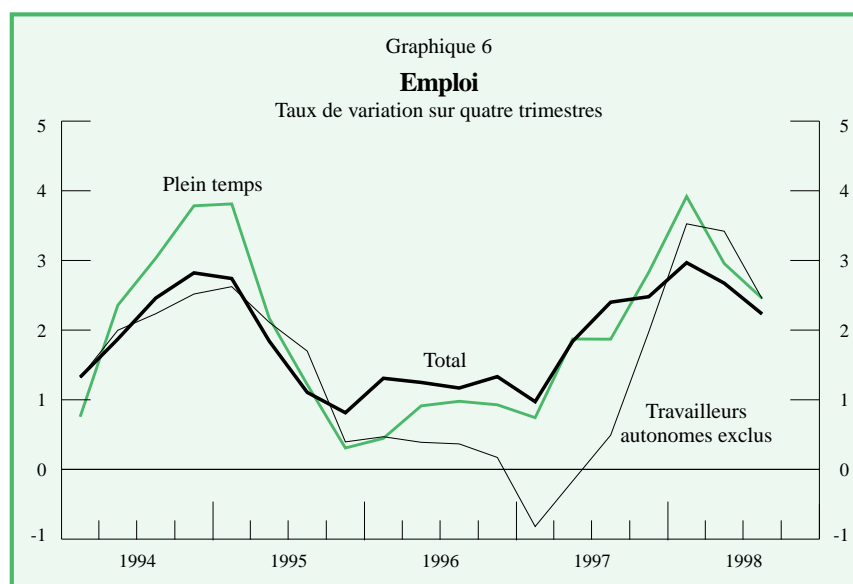
Nota : Les estimations pour le troisième trimestre de 1998 sont établies à partir des données de juillet et août.

* Pour les besoins du présent exposé, l'Asie de l'Est inclut le Japon, la Chine, la Corée du Sud, Taïwan, Hong Kong, Singapour, la Thaïlande, l'Indonésie, la Malaisie et les Philippines.

** Environ 20 % des exportations canadiennes de ces produits de base sont destinées à l'Asie de l'Est, et elles comptent pour plus des deux tiers du volume des exportations du Canada vers cette région du monde. Par ailleurs, les expéditions de ces produits représentent plus de 20 % de l'ensemble des exportations canadiennes.

Les gains substantiels au chapitre de l'emploi ont contribué à la progression marquée que continuent d'enregistrer les dépenses des ménages.

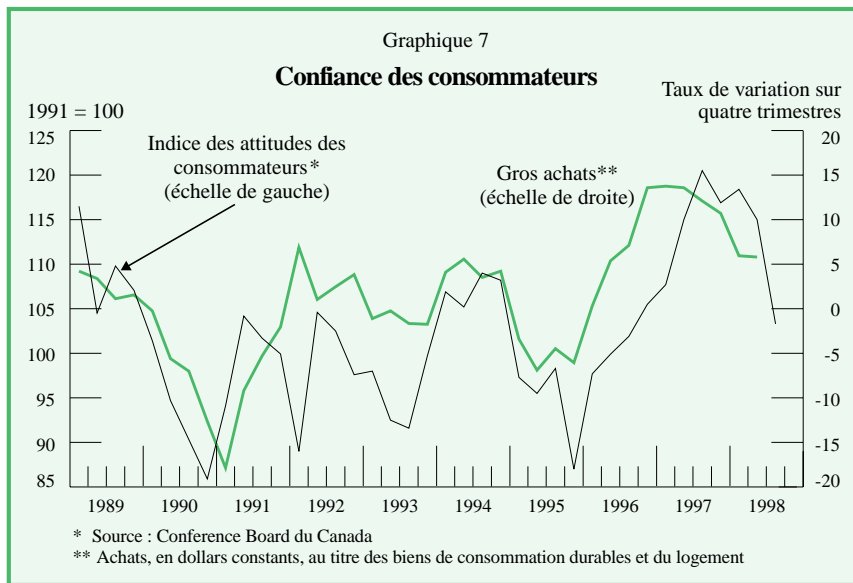
Les dépenses des ménages ont enregistré au premier semestre de 1998 une croissance vigoureuse, quoique légèrement inférieure à celle observée en 1997. Les achats d'articles autres que les biens durables et le logement ont continué de progresser à un bon rythme, faisant tomber le taux d'épargne à son plus bas niveau depuis la Deuxième Guerre mondiale. De nouveaux gains substantiels au chapitre de l'emploi (en particulier des emplois salariés à plein temps) durant les trois premiers mois de l'année ont contribué à maintenir la confiance à un niveau relativement élevé. Par la suite, l'essor de l'emploi a décéléré, ce qui a fait naître de nouvelles inquiétudes au sujet des perspectives d'emploi vers le milieu de l'année (Graphiques 6 et 7). La construction de nouveaux logements au deuxième trimestre a aussi été ralentie par une série de conflits de travail dans la région torontoise. Vers le début d'août, la plupart de ces conflits avaient été résolus, et les mises en chantier ont repris le rythme qu'elles affichaient avant leur déclenchement.



La croissance des investissements fixes des entreprises s'est ralentie par rapport au rythme rapide enregistré l'an dernier, et les investissements en stocks ont fléchi considérablement.

Les investissements fixes des entreprises ont connu une croissance moins vive que l'année dernière, mais ils sont néanmoins demeurés importants au premier semestre de 1998. Les dépenses en installations se sont accélérées, alors que celles en machines et matériel ont ralenti.

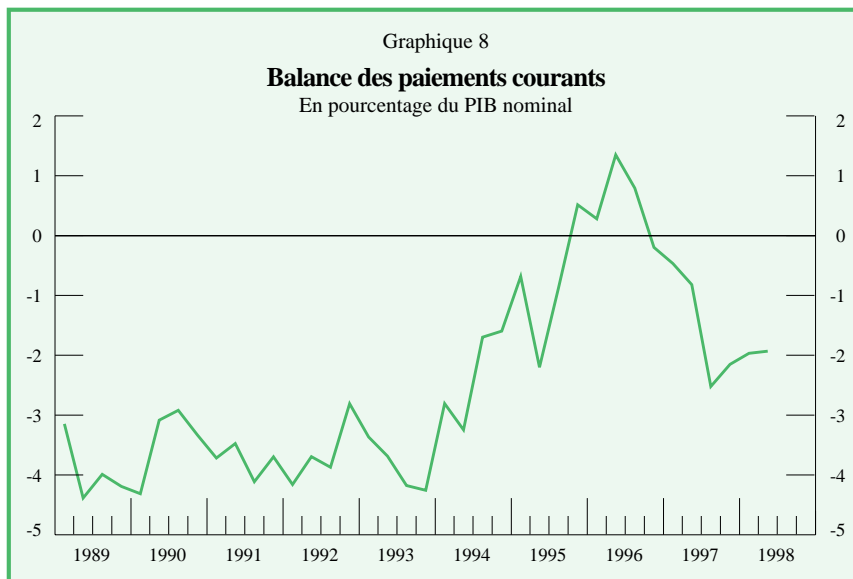
Le rythme des investissements en stocks, en particulier dans les secteurs du commerce de gros et de la vente au détail, s'est nettement modéré. En vue de corriger des déséquilibres, les grands magasins ont réduit le niveau de leurs stocks; ces derniers ont aussi baissé par suite de la fermeture de points de vente.



La demande d'articles à forte teneur en importations, comme les machines et le matériel et les véhicules automobiles, a progressé moins rapidement, ce qui a contribué au tassement marqué de la croissance des importations en volume.

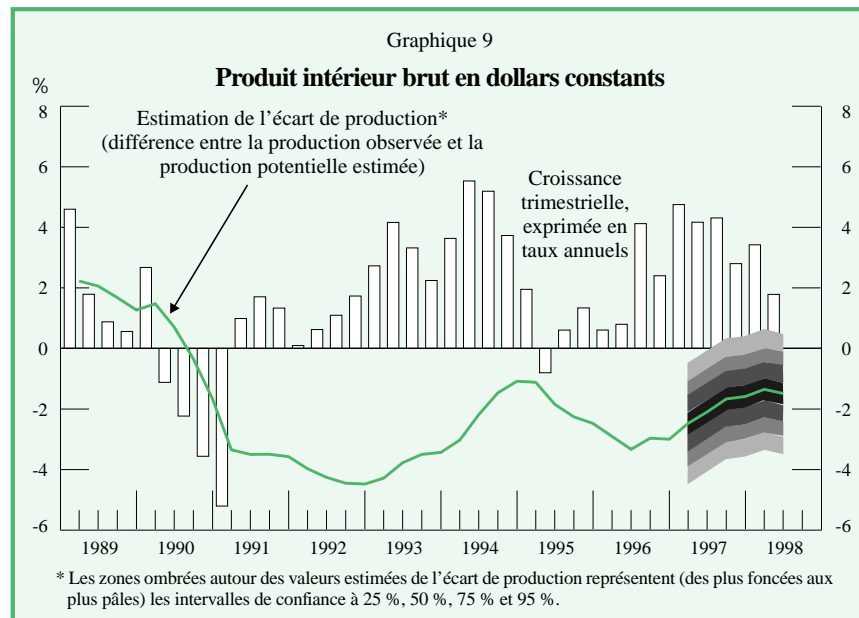
La demande intérieure a décéléré, ce qui a ralenti la progression des importations en volume.

Le déficit de la balance courante s'est légèrement rétréci pour se situer juste en dessous de 2 % du PIB en milieu d'année (Graphique 8). Le redressement du solde commercial en termes réels a été largement annulé par une nouvelle détérioration des termes de l'échange attribuable au fléchissement continu des prix des produits de base.



La marge de capacités inutilisées est demeurée à peu près la même.

Dans l'ensemble, le taux de croissance de la demande globale a été sensiblement le même que celui de la production potentielle au premier semestre de 1998. En conséquence, le personnel de la Banque estime que l'écart de production – soit la marge de capacités inutilisées en pourcentage de la production potentielle – est essentiellement le même qu'à la fin de 1997 (Graphique 9)⁴. Il convient toutefois de souligner que de telles estimations sont très imprécises et qu'elles doivent être considérées comme des estimations ponctuelles à l'intérieur d'un large intervalle de confiance sur le plan statistique. Selon le personnel de la Banque, il y a une probabilité de 50 % que l'écart de production au deuxième trimestre se soit situé entre 1/2 et 2 1/2 %.



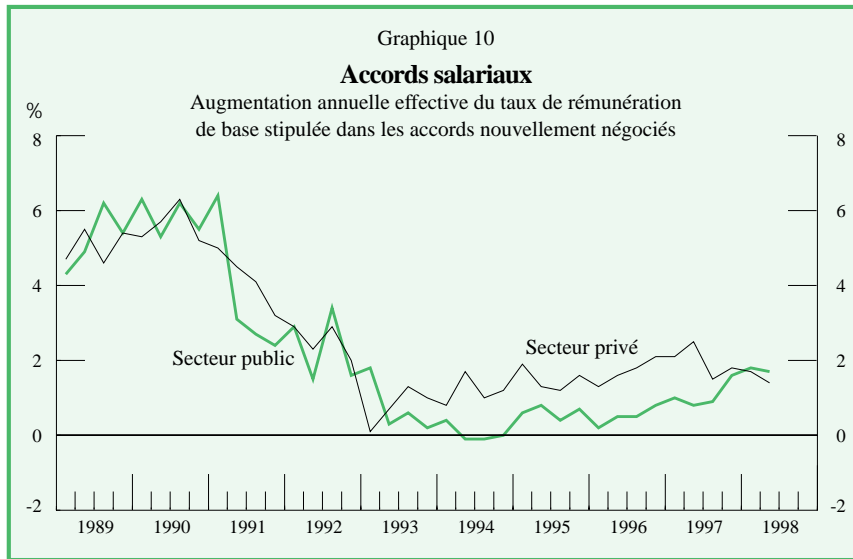
La maîtrise des coûts

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

Les salaires, qui sont la plus importante composante de l'ensemble des coûts de production de biens et de services, ont de nouveau crû à un rythme modéré. Les augmentations annuelles consenties aux employés syndiqués du secteur privé se sont chiffrées en moyenne à 1,5 % au premier semestre de 1998, contre 1,7 % au second semestre de 1997 (Graphique 10). Elles ont été légèrement supérieures dans le secteur public, s'établissant en moyenne à 1,8 % durant les six premiers mois de l'année. En s'appuyant sur ces chiffres et sur d'autres mesures, on estime à près de 2 % la hausse tendancielle des salaires dans l'ensemble de l'économie, ce que confirment les données parues dans la

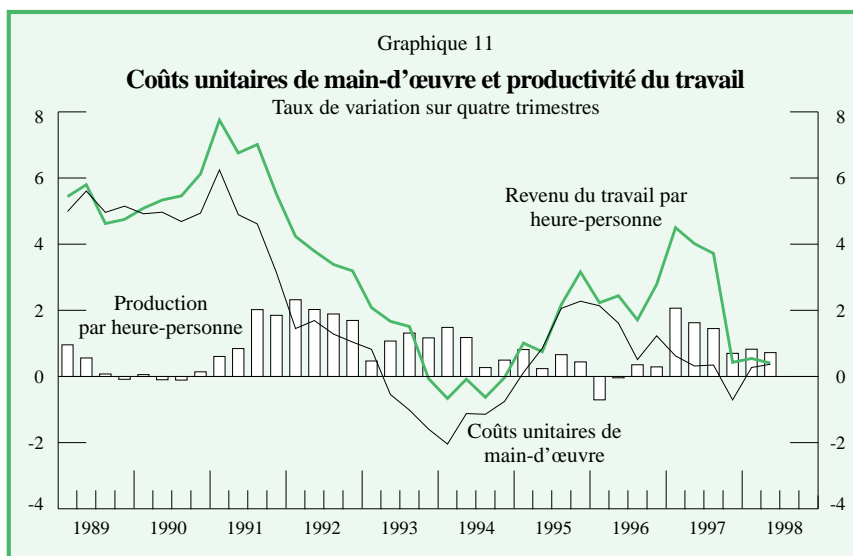
4. Par suite des corrections que Statistique Canada a apportées aux chiffres du PIB réel pour 1997 publiés dans le cadre des estimations des Comptes nationaux concernant le premier trimestre de 1998, l'écart de production à la fin de 1997 a été révisé légèrement à la hausse, ce qui le porte aux environs de 1 1/2 %.

publication de Statistique Canada intitulée *Information population active*. Ainsi, au troisième trimestre de 1998, le taux moyen de rémunération horaire (heures supplémentaires non comprises) des employés permanents était supérieur de 2,0 % au niveau qu'il affichait douze mois plus tôt.



La croissance de la productivité s'est atténuée au premier semestre de 1998, principalement à cause du ralentissement de l'expansion de la production. Malgré cela, la hausse sur quatre trimestres des coûts unitaires de main-d'œuvre est demeurée très faible grâce à l'avance modérée des revenus du travail par heure-personne (Graphique 11). Ceux-ci avaient connu une progression exceptionnellement vive au début de 1997, dans la foulée du versement de primes spéciales.

... et les coûts unitaires de main-d'œuvre ne se sont que légèrement accrus malgré un ralentissement de la croissance de la productivité.



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

L'incertitude quant à l'évolution de l'économie mondiale a créé de l'agitation sur les marchés financiers.

Au cours des six derniers mois, la conduite de la politique monétaire a été influencée par divers facteurs : les répercussions sur l'économie canadienne du ralentissement économique observé à l'échelle internationale et du recul des cours des produits de base qui en a résulté, l'intensification de l'agitation et de l'incertitude sur les marchés financiers mondiaux, la dépréciation que le dollar canadien a affichée dans ce contexte et l'incidence de ces phénomènes sur le profil futur de l'inflation au Canada.

La crise qui a pris naissance en Asie du Sud-Est en 1997 s'est propagée à la Corée du Sud et a aggravé les difficultés qu'éprouvait déjà le Japon, deuxième puissance économique mondiale. Cet été, la confiance a aussi été secouée par la recrudescence des problèmes politiques et économiques en Russie. Par la suite, certaines économies d'Amérique latine ont été en butte à des pressions sur les marchés financiers. Même si on ne peut nier l'existence d'un effet de contagion dans cette suite d'événements, il n'en demeure pas moins que les sérieuses faiblesses observées dans certaines économies émergentes, et qui touchent particulièrement leurs systèmes bancaires, ont joué un rôle déterminant. Et dans plusieurs de ces pays, de même qu'au Japon, on ne sait pas encore combien de temps il faudra pour que les réformes en profondeur qui s'imposent soient mises en place.

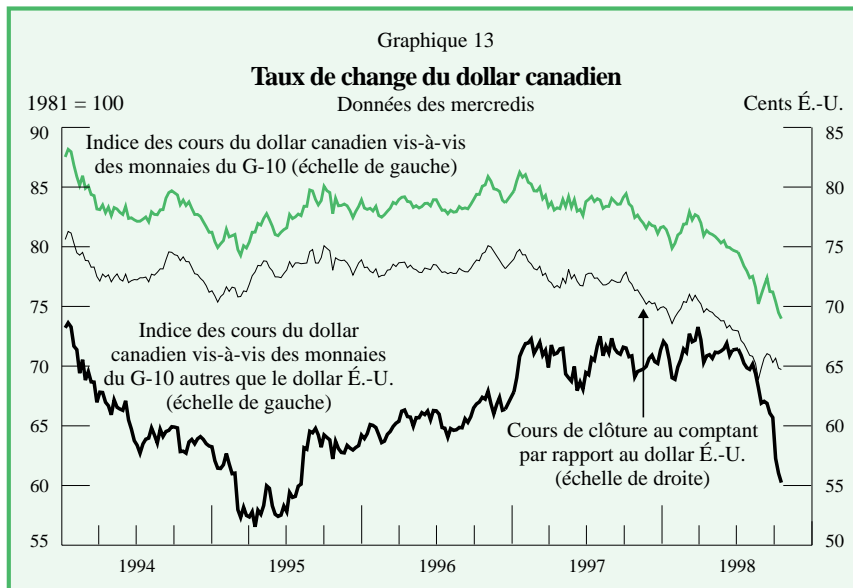
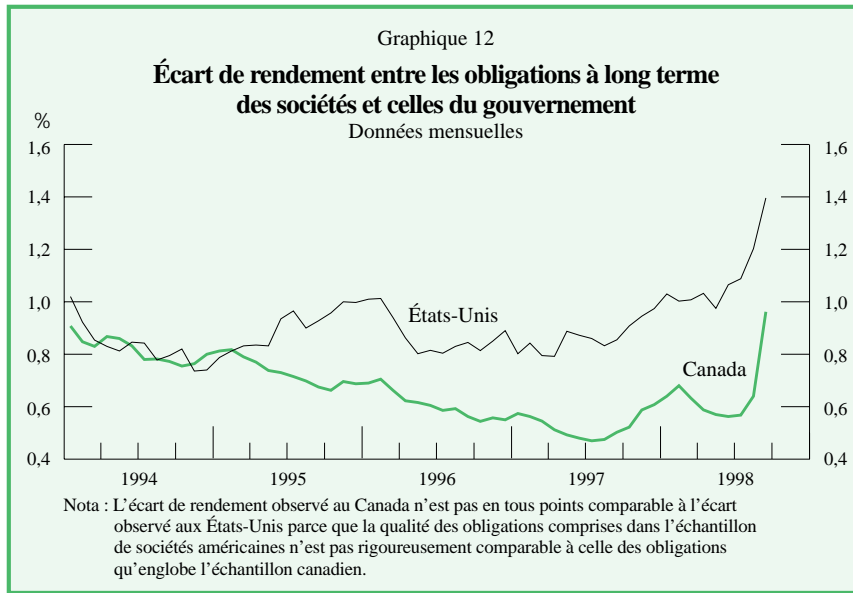
Dans ce climat de vive incertitude, les prix de toutes les catégories d'actifs financiers de par le monde sont devenus volatils. L'engouement des investisseurs pour les avoirs moins risqués a favorisé les marchés des obligations d'État des pays du Groupe des Dix et a provoqué un accroissement des primes de risque de crédit sur les autres marchés. Par conséquent, les taux d'intérêt dans les économies émergentes ont augmenté de façon spectaculaire, et les écarts entre les rendements des obligations des sociétés et ceux des obligations d'État se sont fortement accentués aux États-Unis et au Canada (Graphique 12).

Lorsque le dollar canadien est devenu l'objet de fortes pressions à la baisse...

Cette conjoncture a également eu une incidence directe sur le dollar canadien. Comme le Canada est davantage tributaire des ressources naturelles pour ses échanges commerciaux que ne le sont ses principaux partenaires, la chute continue des cours des produits de base a engendré des pressions à la baisse sur sa monnaie. De mai jusqu'aux premières semaines d'août, le dollar s'est déprécié de manière assez constante, perdant en tout 4 % de sa valeur environ vis-à-vis des devises du Groupe des Dix et plus de 5 % par rapport au dollar É.-U. (Graphique 13). Au cours de la seconde moitié d'août, le repli du dollar s'est accéléré, et les

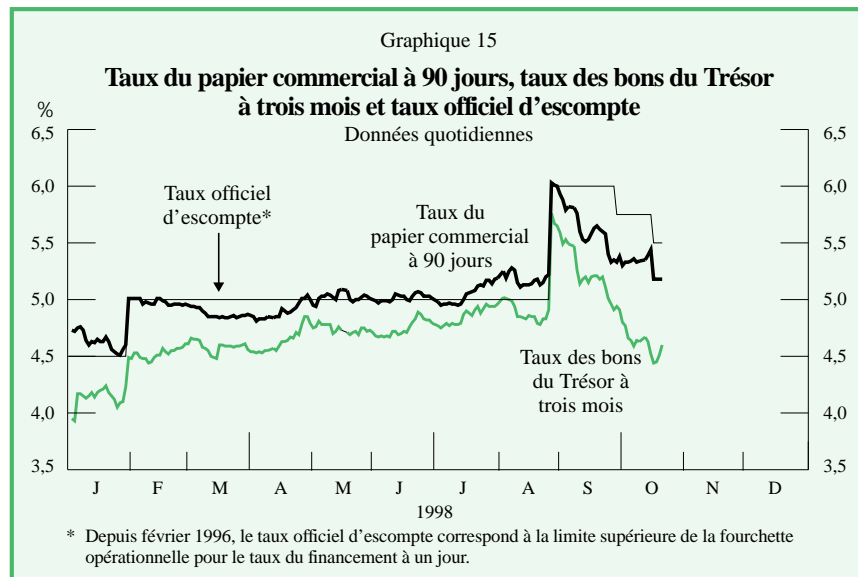
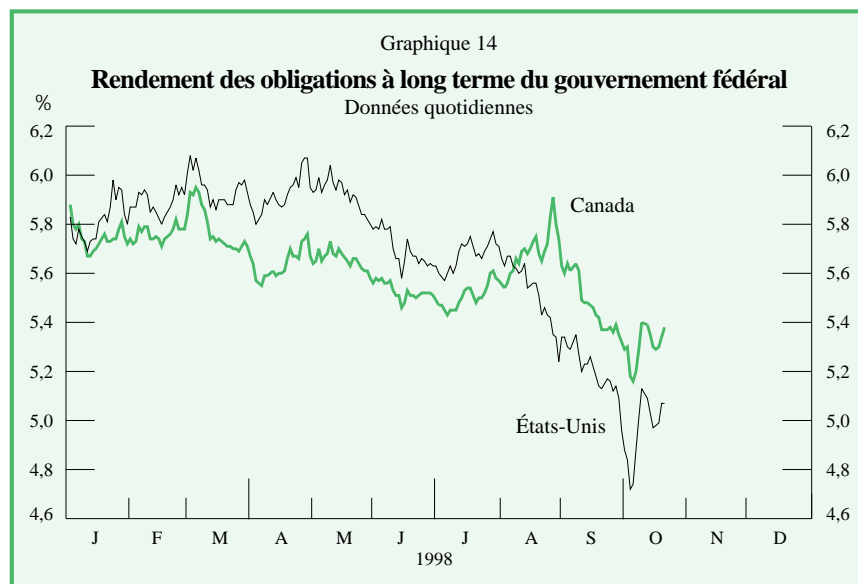
marchés ont eu de plus en plus de difficulté à évaluer à quel niveau celui-ci allait se stabiliser. Des attentes voulant que cette tendance se poursuive ont commencé à s'enraciner sur les marchés, surtout lorsque le cours du dollar canadien par rapport à celui du dollar É.-U. s'est mis à toucher de nouveaux creux jour après jour.

*... des attentes
extrapolatives ont
commencé à s'enraciner...*



... et les primes de risque incorporées aux taux d'intérêt canadiens ont augmenté.

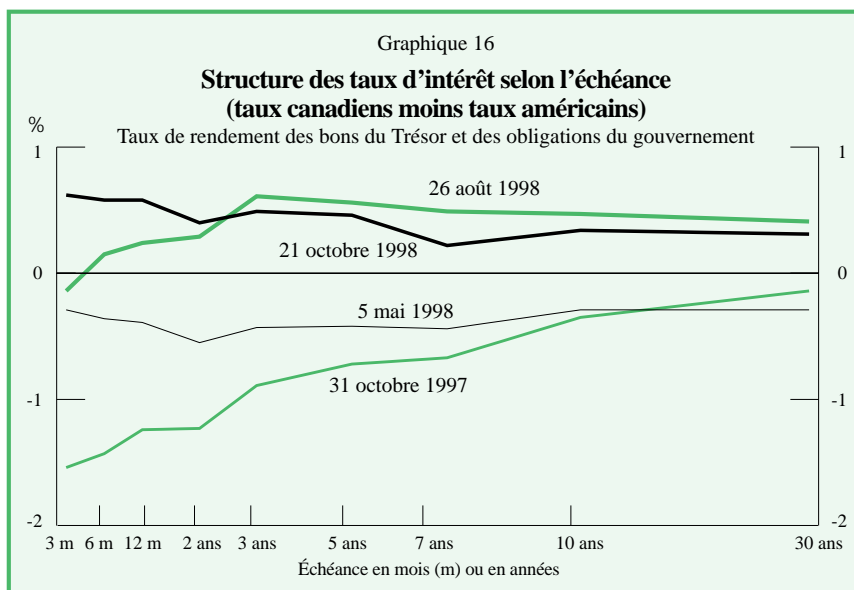
L'augmentation des primes de risque incorporées aux taux d'intérêt canadiens devenait de plus en plus inquiétante. Les taux d'intérêt à long terme grimpaient au Canada au moment où les taux comparables aux États-Unis se repliaient (Graphique 14). Par conséquent, l'écart entre les rendements à long terme canadiens et américains, qui avait été négatif pendant un an, est redevenu positif et a atteint près de 50 points de base vers la fin d'août. Par ailleurs, les taux d'intérêt à court terme se sont inscrits en hausse (celui du papier commercial à 90 jours frôlant 5 1/4 %), même si la Banque du Canada maintenait les limites de la fourchette du taux du financement à un jour à 4,5 et 5,0 % (Graphique 15).



La chute de plus en plus rapide de notre monnaie et la montée des taux d'intérêt à moyen et à long terme au pays témoignaient d'une baisse de la confiance des détenteurs d'instruments financiers libellés en dollars canadiens. Dans un premier temps, la Banque est intervenue vigoureusement sur le marché des changes, puis, le 27 août, elle a relevé le taux officiel d'escompte d'un point de pourcentage afin de contrer les pressions négatives qui s'exerçaient sur les marchés financiers.

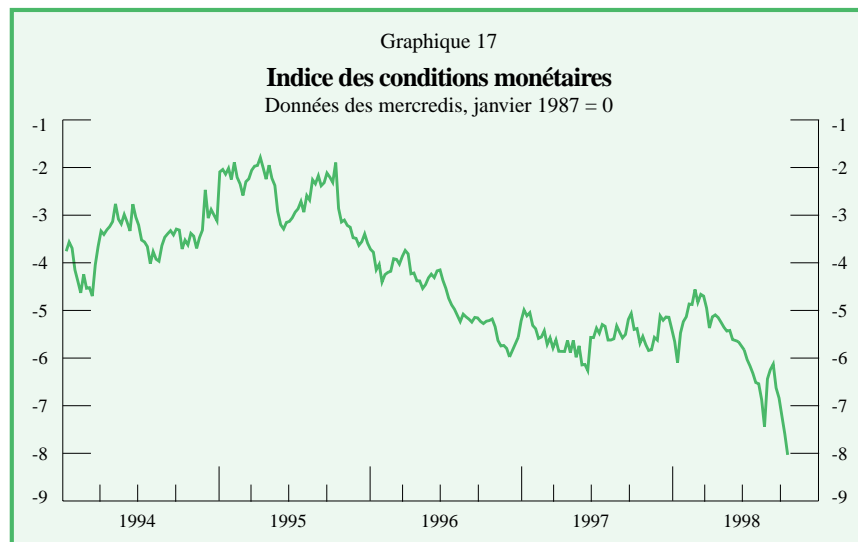
La Banque a relevé le taux du financement à un jour de 100 points de base afin de contrer une diminution de la confiance sur les marchés financiers.

Les places financières internationales sont demeurées nerveuses, et la grande volatilité qui y régnait de même que sur les marchés financiers canadiens s'est maintenue. Toutefois, le dollar canadien s'est raffermi après l'augmentation du taux d'escompte, et l'écart entre les rendements à moyen et à long terme canadiens et américains s'est rétréci (Graphique 16). De fait, comme les taux de rendement des obligations du Trésor américain continuaient de fléchir, les taux d'intérêt à moyen et à long terme canadiens ont atteint de nouveaux planchers. Cela a permis aux prêteurs hypothécaires de réduire leurs taux. Le redressement observé sur les marchés financiers canadiens tenait dans une large mesure au regain de confiance engendré par le relèvement du taux d'escompte et par les attentes croissantes d'un repli des taux américains. Lorsque la Réserve fédérale a abaissé le taux cible des fonds fédéraux de $\frac{1}{4}$ de point de pourcentage le 29 septembre, la Banque du Canada lui a emboîté le pas en ramenant le taux d'escompte à $5\frac{3}{4}$ %. La Réserve fédérale a de nouveau diminué le taux des fonds fédéraux de $\frac{1}{4}$ de point de pourcentage le 15 octobre. Le lendemain, la Banque a également réduit le taux d'escompte de 25 points de base pour le fixer à $5\frac{1}{2}$ %.



Les conditions monétaires ont varié considérablement mais, tout compte fait, se sont nettement assouplies.

En résumé, l'accroissement de l'incertitude et le ralentissement de la croissance économique observés pendant les six derniers mois ont influencé la conduite de la politique monétaire à deux importants égards. En premier lieu, dans le but de rétablir la confiance, la Banque a dû s'attacher tout particulièrement à calmer les marchés financiers afin que les opérateurs puissent se concentrer sur les facteurs fondamentaux de l'économie. En second lieu, comme on le prévoyait dans le *Rapport* de mai, les conditions monétaires ont beaucoup varié, mais elles se sont nettement assouplies dans l'ensemble, sous l'effet de la dépréciation marquée que le dollar a enregistrée au cours de la période (Graphique 17).



4. LES PERSPECTIVES EN MATIÈRE D'INFLATION

Dans l'analyse qu'elle fait des perspectives en matière d'inflation pour les deux prochaines années, la Banque prête une attention particulière aux principaux facteurs qui influent sur l'excédent, actuel et attendu, de l'offre ou de la demande globale. Elle examine aussi les indicateurs des attentes relatives à l'inflation et le rythme d'expansion de la masse monétaire. Lorsqu'elle effectue son analyse, la Banque ne perd pas de vue que ses prévisions sont forcément incertaines. C'est pourquoi elle étudie également les projections faites par d'autres organismes ainsi que des scénarios de rechange qui décrivent l'incidence des principaux facteurs de risque qui pèsent sur les hypothèses sous-tendant ses projections.

La demande et l'offre globales

La situation observée dans divers pays asiatiques et l'évolution économique récente dans d'autres pays à marché émergent (comme la Russie et certains pays d'Amérique latine) ont donné lieu à une révision à la baisse des estimations relatives à la croissance économique mondiale pour 1998 et 1999. Cependant, l'expansion devrait être assez soutenue en Amérique du Nord, en Europe continentale et au Royaume-Uni grâce au dynamisme fondamental de la demande intérieure dans leurs économies respectives. Parmi les pays du Groupe des Sept, le Japon constitue la principale exception, en raison de certaines faiblesses sur le plan macroéconomique et de la fragilité de son secteur bancaire. De fait, l'assombrissement marqué des perspectives de l'économie nippone explique la majeure partie de la révision à la baisse que le Fonds monétaire international a apportée, dans la dernière livraison des *Perspectives de l'économie mondiale*, à ses estimations relatives à la croissance économique dans les pays industriels⁵.

Aux États-Unis, le rythme de l'expansion économique a une fois de plus dépassé celui de la progression de la production potentielle au premier semestre de 1998. Toutefois, l'accroissement du PIB réel devrait ralentir compte tenu de la baisse de régime de l'économie mondiale et des retombées de la nervosité des marchés financiers.

L'inflation hors alimentation et énergie dans ce pays est demeurée entre 2 et 2,5 %. Elle ne devrait guère varier au cours de la prochaine année, car l'appréciation passée du dollar américain et le fléchissement des cours des produits de base devraient compenser toute pression à la hausse émanant d'une demande excédentaire sur le marché du travail.

Les retombées économiques de la situation internationale, l'instabilité qui règne sur les marchés financiers en général ainsi que la crainte d'un resserrement du crédit dû à l'attitude prudente des bailleurs de fonds ont amené la Réserve fédérale à abaisser les taux d'intérêt à court terme à la fin septembre et de nouveau à la mi-octobre. L'inflation étant contenue, ces réductions

Notre économie continue à se ressentir de la crise économique et financière qui a pris naissance en Asie.

La croissance de l'économie américaine devrait se poursuivre, mais à un rythme moins vif...

5. Le tableau suivant établit une comparaison entre les taux de croissance économique contenus dans la dernière livraison des *Perspectives de l'économie mondiale* et ceux (indiqués entre parenthèses) de la livraison du printemps dernier.

	<u>1998</u>	<u>1999</u>
Production mondiale	2,0 (3,1)	2,5 (3,7)
Pays industriels	2,3 (2,4)	2,0 (2,4)
Japon	-2,5 (0,0)	0,5 (1,3)
Pays industriels (Japon non compris)	3,1 (2,8)	2,3 (2,6)

de taux visaient à soutenir la croissance de l'économie américaine. Il convient de signaler que les marchés financiers anticipent de nouvelles diminutions des taux.

... alors qu'en Europe l'expansion devrait maintenir sa cadence robuste.

Même si la reprise a semblé se modérer vers le milieu de l'année dans les principaux pays européens, et surtout en Allemagne, on prévoit une croissance économique soutenue dans ces pays d'ici la fin de 1999. Au Royaume-Uni, où les contraintes de capacité ont été une source de préoccupation, l'expansion a commencé à décélérer. L'évolution de la situation interne et les turbulences sur les marchés financiers internationaux ont incité la Banque d'Angleterre à réduire son taux officiel d'escompte de 25 points de base, ramenant celui-ci à 7 1/4 % le 8 octobre.

Toutefois, la reprise de l'activité au Japon sera lente.

Au Japon, l'activité économique s'est fortement contractée au cours du premier semestre de 1998. Un nouveau recul est prévu d'ici la fin de l'année compte tenu de l'aggravation de la situation sur le marché du travail, du tassement de la demande intérieure et étrangère et des conditions de financement de plus en plus difficiles auxquelles sont confrontées les entreprises. Si les conditions monétaires demeurent expansionnistes, que des progrès sont réalisés dans la réforme du secteur bancaire et que de nouvelles politiques de relance d'ordre budgétaire sont mises en œuvre, l'économie japonaise devrait connaître une reprise modeste en 1999.

On prévoit que l'offre excédentaire de produits de base sur les marchés internationaux se résorbera progressivement, de sorte qu'un redressement graduel des cours mondiaux de ces produits devrait s'amorcer l'an prochain.

L'amélioration de la compétitivité du Canada soutiendra un nouvel essor des exportations...

Pour ce qui est du Canada, il convient de noter que les difficultés qu'éprouvent le Japon et bon nombre d'économies émergentes, conjuguées à la décélération prévue de l'activité économique aux États-Unis, auront tendance à freiner l'avance des exportations canadiennes au cours de la prochaine année. En outre, les expéditions canadiennes de produits de base provenant d'exploitations dont les coûts de production sont élevés pourraient encore diminuer d'ici à ce que les produits de base renchérisent de façon notable. Dans l'ensemble, toutefois, l'essor des exportations en volume devrait se poursuivre grâce à la compétitivité accrue que procurent au Canada la récente dépréciation de sa monnaie et la bonne tenue que notre pays affiche sur le plan des prix et des coûts par rapport à ses partenaires commerciaux (Note technique 2). Les exportations de produits automobiles se sont déjà redressées à la faveur de la résolution des conflits de travail qui ont perturbé les opérations des usines canadiennes de General Motors.

... et incitera les Canadiens à se procurer des produits fabriqués au pays plutôt qu'à l'étranger.

Note technique 2

La mesure de la compétitivité internationale

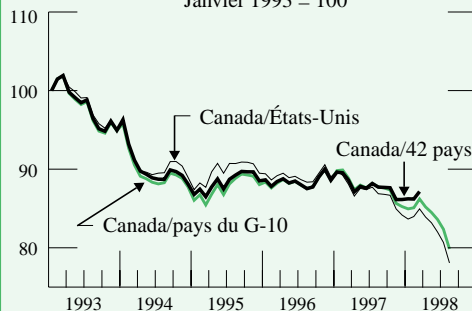
La compétitivité revêt plusieurs dimensions. L'une d'elles est l'évolution des prix ou des coûts d'un pays comparativement à une moyenne pondérée de ceux de ses principaux concurrents, tous exprimés en une même monnaie. C'est ce qu'on appelle d'ordinaire le *taux de change réel*. Des organismes internationaux comme le Fonds monétaire international (FMI), l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques (OCDE) et la Banque des Règlements Internationaux (BRI) publient à intervalles réguliers des indices du taux de change réel pour le Canada et d'autres pays. Ces indices se distinguent les uns des autres par les séries de prix servant aux comparaisons entre pays, par le nombre des pays considérés comme des concurrents éventuels et par les pondérations utilisées.

Des différences appréciables peuvent se manifester au fil du temps dans l'évolution des divers indices. D'après nos recherches, celles observées dans le cas du Canada tiennent davantage à l'évolution différente des prix retenus qu'au choix des pays concurrents ou des pondérations. Le Graphique 1 permet de comparer l'évolution de l'indice des prix à la consommation (IPC) au Canada, corrigée des fluctuations des taux de change, à celle des prix à la consommation aux États-Unis, dans les pays du Groupe des Dix et dans 42 économies industrielles ou émergentes. L'examen du graphique fait ressortir que la prise en considération d'un nombre accru de pays ne modifie pas de façon sensible la mesure du taux de change réel.

Le Graphique 2 présente trois mesures fondées sur des séries de prix différentes. L'indice de J. P. Morgan compare l'évolution de l'indice des prix à la production (IPP) au Canada à celle des prix à la production dans 44 économies industrielles ou émergentes. La mesure du FMI compare les coûts unitaires de main-d'œuvre (CUM) dans le secteur canadien de la fabrication avec ceux observés dans 16 pays industriels. La mesure de la BRI oppose l'évolution de l'IPC canadien à celle des prix dans 25 pays, pour la plupart industriels. L'IPC est sans doute la mieux connue de ces trois mesures de prix. Cependant, il comprend un nombre élevé de biens destinés au marché intérieur ou importés. Les prix à la production concernent une gamme plus limitée de biens, dont la majorité sont exportables. Vu l'homogénéité de ceux-ci, il est toutefois peu probable que l'on observe de fortes différences de prix entre pays. De l'avis de certains, les coûts unitaires de main-d'œuvre observés dans le secteur de la fabrication donnent une idée plus juste de la position concurrentielle d'un pays, bien que la mesure de la productivité soulève des problèmes. Ils offrent l'avantage de permettre la comparaison d'une importante composante des coûts dans un secteur qui est très exposé à la concurrence internationale. En revanche, cette mesure n'est pas exhaustive puisqu'elle ne tient pas compte des autres coûts ni de la position concurrentielle des autres secteurs.

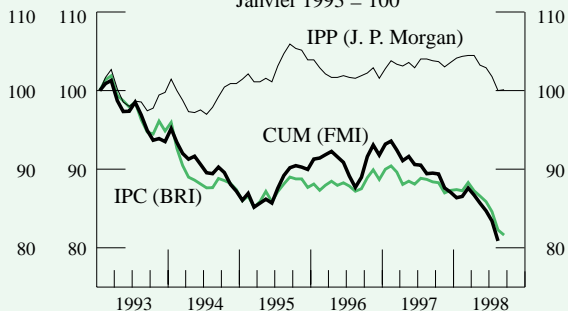
Graphique 1

Mesures du taux de change réel fondées sur l'IPC
Comparaison entre pays ou groupes de pays
Janvier 1993 = 100



Graphique 2

Mesures du taux de change réel
Comparaison entre différents indices de prix
Janvier 1993 = 100



La progression des investissements des entreprises et des dépenses des ménages devrait ralentir.

La compétitivité accrue du Canada devrait aussi amener les entreprises et les consommateurs canadiens à se procurer des produits fabriqués au pays plutôt qu'à l'étranger, ce qui se traduira par un nouveau repli de la croissance des importations.

On prévoit un ralentissement de la progression des investissements d'ici la fin de 1999, ralentissement dont l'ampleur dépendra du niveau de confiance des entreprises. La réduction des rentrées de fonds attribuable au fléchissement des cours des produits de base forcera probablement les entreprises d'exploitation des ressources naturelles à dépenser moins. Les investissements des compagnies d'électricité de l'est du pays devraient aussi s'inscrire en baisse après avoir été temporairement dopés cette année par la reconstruction des réseaux de transport et de distribution de l'électricité détruits par la tempête de pluie verglaçante de l'hiver dernier. Les investissements en stocks pourraient aussi fléchir de nouveau en 1999, à mesure que certaines entreprises rééquilibreront leurs stocks.

Les effets de la conjoncture internationale sont également manifestes sur le marché du travail et dans les récentes mesures de la confiance des consommateurs. Bien que le niveau global de l'emploi ait poursuivi sa progression, les emplois créés étaient le plus souvent des postes à temps partiel et ils étaient concentrés dans le secteur des services, tandis que dans le secteur primaire et les industries de transformation des matières premières, l'emploi a accusé une chute prononcée. Cette évolution, conjuguée aux turbulences récentes qui ont secoué les marchés financiers, a diminué la confiance des consommateurs. Si celle-ci ne se rétablit pas rapidement, le tassement attendu de la demande des ménages pourrait se poursuivre jusqu'à la fin de l'année et durant une bonne partie de 1999.

Selon les plus récentes prévisions du secteur privé concernant la croissance du PIB réel (en moyenne annuelle), celle-ci sera de 2,9 % cette année et de 2,2 % en 1999⁶. En juin, les prévisionnistes de ce secteur s'entendaient sur des taux de 3,4 et 2,8 % pour 1998 et 1999 respectivement. Toutefois, comme nous l'avons fait remarquer précédemment, il est important de souligner le caractère hypothétique des prévisions économiques établies en ce moment étant donné l'incertitude qui règne à l'échelle internationale. La Banque estime que, si la demande intérieure continue de progresser aux États-Unis et en Europe (comme on le prévoit généralement), la croissance du PIB avoisinera cette année le taux attendu par la plupart des prévisionnistes, soit un peu

6. Ministère des Finances (1998)

moins de 3 %. Pour 1999, les deux sujets d'incertitude les plus notables sont la volatilité des marchés financiers mondiaux et l'orientation des politiques mises en œuvre au Japon. Compte tenu des progrès attendus sur ces deux fronts, la Banque anticipe une croissance de 2 1/4 à 3 1/4 % au Canada l'année prochaine. Les plus récentes prévisions du FMI et de l'OCDE relativement à l'expansion économique au Canada en 1999 se situent juste au-dessus de la limite inférieure de cette fourchette. Les projections plus optimistes supposent une réaction plus vive des exportations nettes (volumes plus élevés d'exportations et plus faibles d'importations) aux niveaux actuels de la compétitivité que celle sur laquelle s'appuient les prévisions du secteur privé.

Les facteurs temporaires qui influent sur l'inflation

Le repli du dollar canadien vis-à-vis du dollar américain devrait continuer de pousser à la hausse les prix d'un grand nombre de biens et services importés au cours de la prochaine année environ. Les rabais pratiqués dans le secteur du commerce de détail pourraient s'atténuer d'ici les dix-huit prochains mois à mesure que la restructuration en cours donnera lieu à un amenuisement des capacités excédentaires dans ce secteur. Néanmoins, la dépréciation des monnaies de plusieurs pays asiatiques et les piètres conditions économiques qu'on y observe pourraient se traduire par des rabais plus importants sur certains articles comme les vêtements et les biens durables, car les détaillants voudront tirer parti des sources d'approvisionnement étrangères moins chères. Dans l'ensemble, ces facteurs transitoires devraient exercer une légère pression à la hausse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence tout au long de 1999.

Les effets des variations du taux de change sur les prix des aliments devraient entraîner une accélération du rythme d'accroissement sur douze mois de l'IPC global cet automne et l'hiver prochain.

La maîtrise des coûts

Compte tenu de la faible montée des prix et de la persistance d'une offre excédentaire sur le marché du travail, les salaires devraient progresser à un rythme modéré d'ici la fin de 1998 et en 1999. Dans la mesure où les gains de productivité continuent à être relativement modestes, le taux d'accroissement des coûts unitaires de main-d'œuvre pourrait s'élever légèrement, tout en demeurant faible cependant.

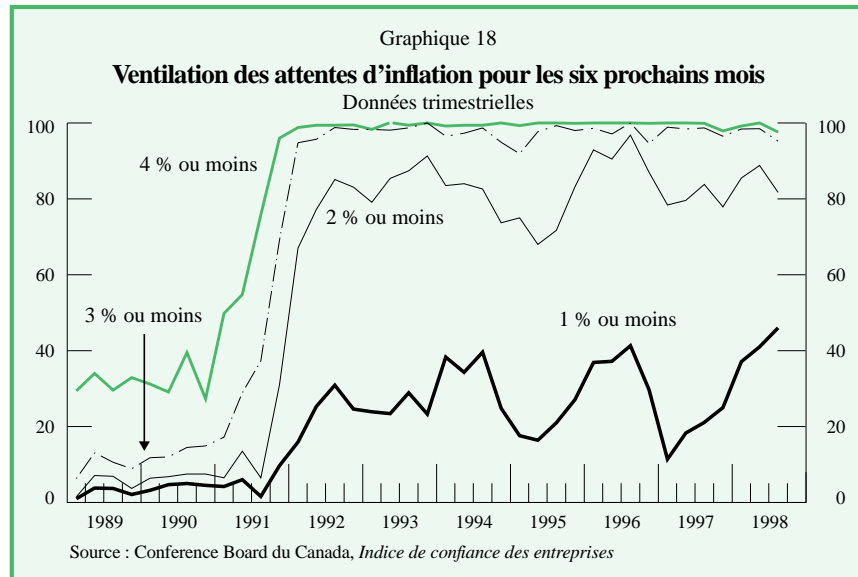
L'incidence de la dépréciation du dollar canadien sur le niveau des prix donnera lieu à une intensification temporaire des pressions qui s'exercent sur l'inflation...

... mais l'augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre devrait rester modeste.

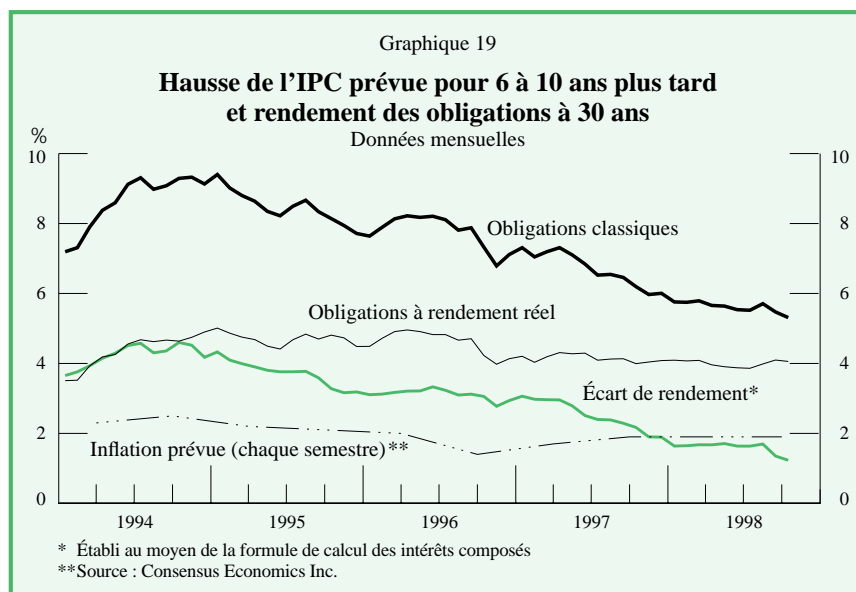
La mesure des attentes relatives à l'inflation

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

Les attentes relatives à l'inflation sont influencées à la fois par l'évolution récente de l'inflation et par la crédibilité accordée à la stratégie de maîtrise de l'inflation de la Banque. Les résultats de l'enquête régulière du Conference Board sur la confiance des entreprises canadiennes qui ont été publiés en septembre révèlent que 82 % des répondants (comparativement à 86 % en mars 1998) s'attendaient à ce que l'inflation se situe à 2 % ou moins à court terme (Graphique 18). Selon les prévisionnistes du secteur privé, le taux d'inflation mesuré par l'IPC global devrait s'établir en moyenne à 1,2 % cette année et à 1,6 % en 1999. Les projections à plus long terme recueillies par Consensus Economics Inc. continuent aussi de se situer légèrement sous le point médian de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation (Graphique 19).



L'écart de rendement entre les obligations classiques et les obligations à rendement réel s'est encore réduit (Graphique 19). S'il est vrai que cet écart est influencé par le niveau des liquidités sur le marché et par les préférences en matière de composition des portefeuilles, son repli constant, jusque sous 1 1/2 %, montre que les investisseurs croient de plus en plus fermement que l'inflation demeurera faible à long terme.



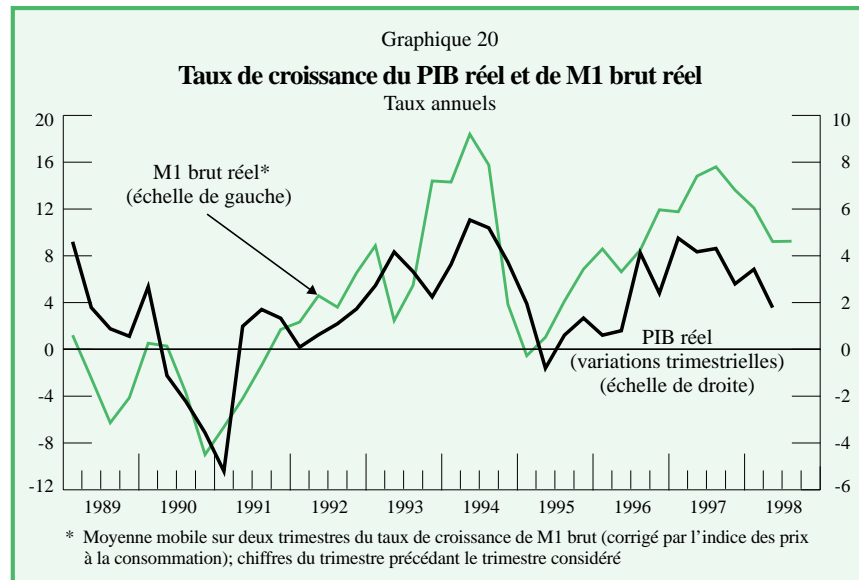
Les indicateurs monétaires

La croissance de M1 s'est ralentie, ce qui est imputable en partie à la hausse des taux d'intérêt à court terme observée depuis le milieu de 1997. Néanmoins, l'évolution des facteurs structurels a continué d'influencer le comportement de M1 ces dernières années. La distinction entre les encaisses de transaction comprises dans M1 et d'autres types de dépôts s'est atténuée avec l'élimination progressive des réserves obligatoires. Ceci a favorisé un retour des fonds vers les comptes courants, qui offrent maintenant des rendements progressifs établis en fonction des taux du marché. Par ailleurs, d'autres innovations financières, comme les cartes de débit, les cartes de guichet automatique, les transactions bancaires par téléphone ou à partir d'un ordinateur personnel, permettent de mobiliser plus facilement, pour le règlement d'opérations, les fonds tenus dans les comptes qui n'entrent pas dans la composition de M1, ce qui pourrait réduire les encaisses faisant partie de cet agrégat.

M1 en termes réels (corrigé des effets de l'inflation) a été un bon indicateur précurseur de la production (Graphique 20), et les recherches récentes portent à croire que M1 en termes nominaux pourrait également aider à prédire l'évolution du niveau des prix à long terme. La progression récente de cet agrégat donne à penser que la croissance de la production se poursuivra à un taux proche de celui auquel s'accroît la production potentielle et que l'inflation restera à l'intérieur de la fourchette cible; il convient toutefois de souligner que les innovations ayant influé sur M1, et

Les agrégats monétaires indiquent une croissance soutenue de la production et une faible inflation.

dont il est question au paragraphe précédent, rendent nos projections plus incertaines qu'elles ne l'étaient. À long terme, on s'attend à ce que la croissance de M1 ralentisse considérablement par rapport aux taux enregistrés dernièrement, à moins que des changements d'ordre structurel importants ne continuent de rendre plus attrayantes les encaisses de transaction qui entrent dans la composition de cet agrégat.



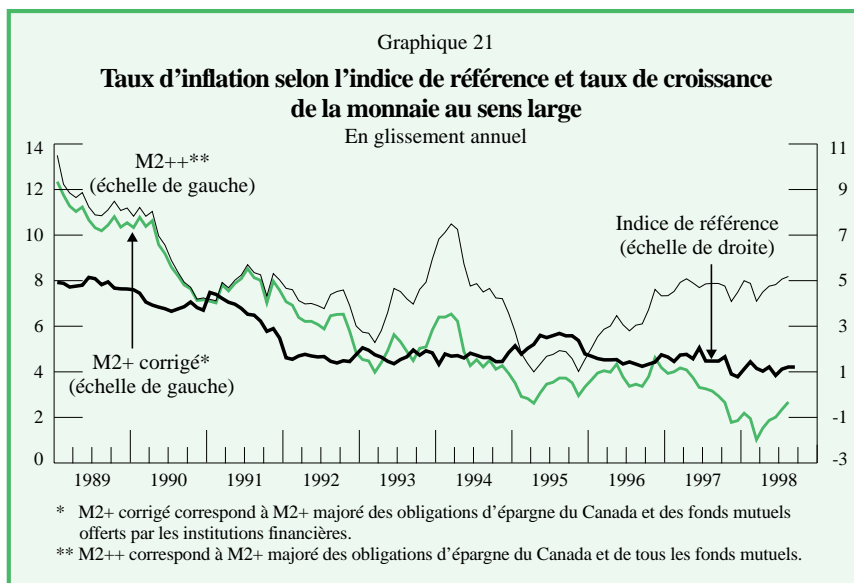
Les agrégats monétaires au sens large sont des indicateurs des variations à court terme de la production et de l'inflation mesurée par l'indice de référence (Graphique 21). Compte tenu du transfert massif de capitaux qui s'est opéré des dépôts vers les fonds mutuels dans les années 1990, M2++, un agrégat au sens très large qui englobe l'ensemble des fonds mutuels vendus au Canada, est sans doute l'indicateur le plus approprié. (L'agrégat M2+ corrigé ne comprend que les fonds mutuels offerts par les institutions de dépôt.) M2++ a connu une croissance assez constante, affichant un rythme de progression d'environ 8 %, ce qui semble compatible avec le maintien de l'inflation à de bas niveaux.

Les prévisions relatives à l'inflation

Trois facteurs devraient contribuer à une augmentation modeste de l'inflation mesurée par l'indice de référence d'ici la fin de 1999. Premièrement, le taux d'inflation attendu à long terme est légèrement supérieur au taux d'inflation observé. Deuxièmement, quelques-unes des pressions à la baisse sur les

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait augmenter légèrement...

prix résultant de l'intensification de la concurrence dans le commerce de détail devraient s'atténuer au cours de la période. Enfin, la dépréciation récente du dollar canadien par rapport à la devise américaine poussera les prix à la hausse.



Toutefois, plusieurs influences vont concourir à maintenir l'inflation mesurée par l'indice de référence sous 2 %, le point médian de la fourchette cible : ce sont l'existence de capacités de production excédentaires et de ressources inutilisées sur le marché du travail, les faibles hausses des coûts unitaires de main-d'œuvre et le fléchissement des prix des produits importés du Japon et de plusieurs économies émergentes d'Asie.

En somme, la Banque s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence s'accélère pour atteindre environ 1 1/2 % à la fin de 1998, et qu'elle demeure relativement stable en 1999, oscillant entre 1 1/4 et 1 3/4 %.

... tout en se maintenant dans la moitié inférieure de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation.

5. CONCLUSIONS

Au cours des six derniers mois, les projections économiques pour le Canada ont été révisées sensiblement à la baisse en raison des retombées négatives des événements survenus sur la scène internationale. De plus, l'incertitude persistante liée à ces événements a eu pour effet d'accroître l'intervalle de confiance qui est normalement associé à toute projection.

Tablant sur la progression soutenue de la demande intérieure attendue aux États-Unis et sur la présence de conditions monétaires expansionnistes au Canada, la Banque prévoit que tant la demande intérieure que la demande extérieure continueront d'alimenter la croissance de l'économie canadienne au cours de la prochaine année. Toutefois, étant donné l'importance que revêt la stabilité financière dans le maintien de la confiance des ménages et des entreprises, la marge de capacités inutilisées qui sera absorbée par la progression de la demande durant cette période dépendra de la rapidité avec laquelle les marchés financiers au pays et à l'étranger se stabiliseront.

À court terme, la Banque devra donc tout particulièrement s'attacher à préserver la confiance des investisseurs envers les marchés financiers canadiens.

À moyen terme, l'objectif fondamental de la politique monétaire demeure le maintien de la tendance de l'inflation à l'intérieur de la fourchette de 1 à 3 % visée par la Banque. Comme le mentionne le *Rapport*, nous prévoyons que l'inflation restera dans la moitié inférieure de la fourchette cible d'ici la fin de 1999.

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.
- _____ (1998). « Prolongation de l'application des cibles de maîtrise de l'inflation », communiqué de presse, 24 février.
- Canada, ministère des Finances (1998). *Mise à jour économique et financière*, octobre.
- Canada, Statistique Canada. « Information population active », publication n^o 71-001-PPB au catalogue (mensuel), Ottawa, Travaux publics et Services gouvernementaux Canada.
- Conference Board du Canada (1998). *Indice de confiance des entreprises*, automne.
- _____ (1998). *Indice des attitudes des consommateurs*, automne.
- Consensus Economics Inc. (1991-1998). *Consensus Forecasts*, divers numéros.
- Fonds monétaire international (1998). *Perspectives de l'économie mondiale*, Washington (D. C.), FMI, printemps et automne.
- Laflèche, T. (1996-1997). « L'incidence des fluctuations du taux de change sur les prix à la consommation », *Revue de la Banque du Canada*, hiver, p. 21-32.

