

BANQUE DU CANADA

# RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

*– novembre 1999 –*

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

***La pièce reproduite est l'œuvre de John Mardon.***

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

***3802  
CN ISSN 1201-8783***

# RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— novembre 1999 —

Lorsque nous aurons à faire face aux divers défis qui se poseront à nous au cours de la prochaine année, nous devons à tout prix veiller à ce que la Banque continue de maintenir la tendance de l'inflation à l'intérieur de sa fourchette cible de 1 à 3 %. C'est seulement lorsque les Canadiens peuvent tabler sur un taux d'inflation bas et stable que l'économie de notre pays livre ses meilleurs résultats.

– Gordon Thiessen

*Les défis qui se poseront à la politique monétaire canadienne en l'an 2000*

*Allocution prononcée par Gordon Thiessen  
gouverneur de la Banque du Canada  
devant la Greater Charlottetown Area  
Chamber of Commerce  
Charlottetown (Île-du-Prince-Édouard)  
le 2 novembre 1999*

# TABLE DES MATIÈRES

<b>1. Introduction</b> .....	5
<b>2. L'évolution récente de l'inflation</b> .....	6
L'inflation et la fourchette cible .....	6
Les facteurs qui influent sur l'inflation .....	11
<b>3. La réalisation des cibles de maîtrise de l'inflation</b> .....	19
<b>4. Les perspectives en matière d'inflation</b> .....	24
La conjoncture internationale .....	24
La demande et l'offre globales au Canada .....	26
La mesure des attentes relatives à l'inflation .....	27
Les autres facteurs qui influent sur l'inflation .....	31
Les autres indicateurs des pressions inflationnistes .....	31
Les indicateurs monétaires .....	32
Les prévisions relatives à l'inflation .....	33
<b>5. Conclusions</b> .....	35
<b>Bibliographie</b> .....	36

# LA STRATÉGIE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION AU CANADA

## La maîtrise de l'inflation et l'économie

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

## L'outil de la politique monétaire

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

## Les cibles

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

## Le suivi de l'inflation

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

## 1. INTRODUCTION

Depuis la publication du *Rapport sur la politique monétaire* de mai dernier, la conjoncture économique internationale a continué de s'améliorer. L'activité économique à l'étranger a crû plus rapidement que prévu, tandis que l'inflation est restée modeste dans les principaux pays. Au Japon, la production a fortement augmenté, après deux années de grave récession. La croissance s'est accélérée en Europe, et l'économie de certains des pays asiatiques qui avaient été les plus durement touchés par la crise financière de 1997-1998 a connu un remarquable regain de vigueur. Aux États-Unis, encore une fois, les dépenses et la production ont enregistré un accroissement étonnamment marqué et l'inflation est demeurée faible, malgré les tensions qui existaient sur le marché du travail et les hauts niveaux de l'activité.

Dans ce contexte, les exportations canadiennes ont vivement progressé. La demande intérieure s'est également accélérée, et la marge de capacités inutilisées s'est amenuisée. L'inflation a connu une hausse modérée, se rapprochant du milieu de la fourchette de 1 à 3 % visée par la Banque, et il semble que les attentes en matière d'inflation soient en train de se stabiliser aux alentours de ce niveau. Compte tenu du fait que l'inflation mesurée par l'indice de référence se situait dans la moitié inférieure de la fourchette visée et qu'il subsistait une marge de capacités inutilisées dans l'économie, la Banque du Canada n'a pas modifié sa cible pour le taux du financement à un jour.

Dans les décisions qui seront prises à l'avenir au sujet de la conduite de la politique monétaire au Canada, il faudra tenir compte de deux grands facteurs. Le premier est le risque d'une montée des pressions inflationnistes aux États-Unis et les répercussions que cela pourrait avoir pour le Canada. Le deuxième est le dynamisme de la demande de biens et services canadiens au pays et à l'étranger ainsi que l'incertitude entourant les estimations de la production potentielle. En raison de ces facteurs, la Banque devra surveiller de très près une vaste gamme d'indicateurs simultanés et avancés des pressions s'exerçant sur l'inflation pour pouvoir intervenir en temps opportun.

*Dans un contexte marqué par une amélioration du climat économique international, l'économie canadienne a pris de la vigueur et l'inflation s'est maintenue à de bas niveaux.*

*Compte tenu du dynamisme de l'économie américaine et de la vigueur de la demande au Canada, la Banque devra surveiller de très près une vaste gamme d'indicateurs des pressions inflationnistes potentielles.*

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

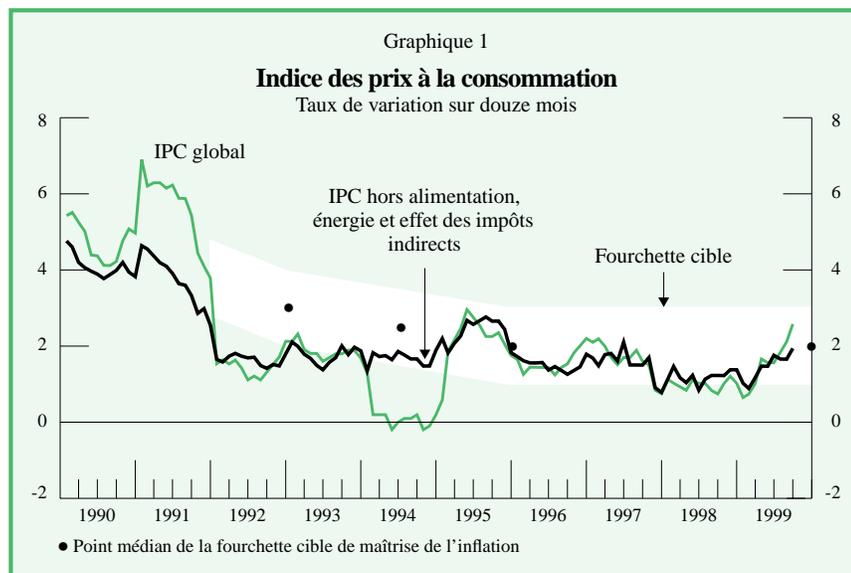
## 2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

*La progression de l'inflation mesurée par l'indice de référence vers le point médian de la fourchette cible est conforme dans l'ensemble aux pronostics...*

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) a augmenté pour se rapprocher du point médian de la fourchette de maîtrise de l'inflation visée par la Banque. Bien que cette hausse soit conforme dans l'ensemble aux pronostics, elle s'est produite plus rapidement que prévu en raison de l'effet conjugué de certains facteurs transitoires.

### L'inflation et la fourchette cible

Le taux d'accroissement sur douze mois de l'indice de référence était de 1,9 % en septembre, contre 1,2 % en mars (Graphique 1). Deux autres mesures statistiques de l'inflation tendancielle (IPCX et IPCP)<sup>1</sup> se situent actuellement au même niveau que l'inflation mesurée par l'indice de référence (Graphique 2).



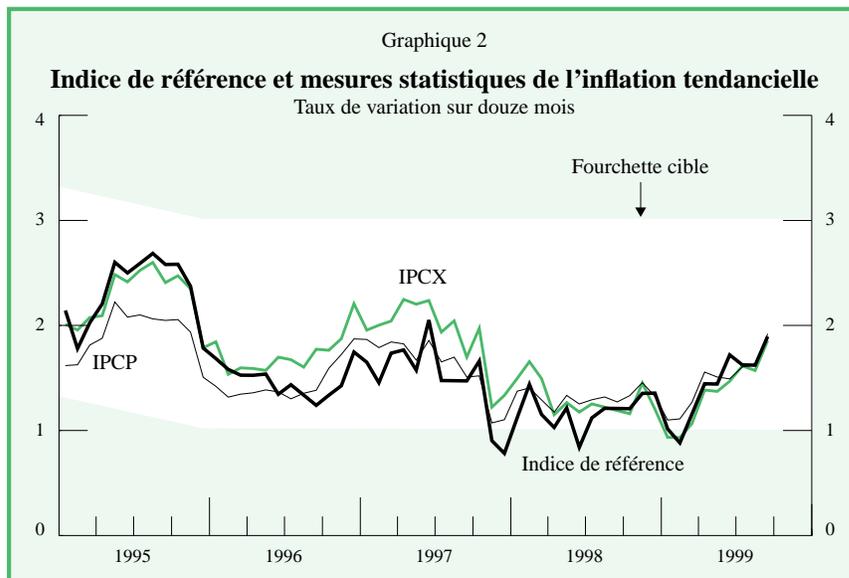
*... et est due notamment à la dépréciation antérieure du dollar canadien.*

Plusieurs facteurs ont concouru à la hausse de l'inflation mesurée par l'indice de référence au cours des six derniers mois. Les prix de la majorité des produits de consommation importés (biens et services) ont grimpé par suite de la baisse qu'a subie la valeur du dollar canadien entre l'automne 1997 et les derniers

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*.

mois de 1998, ce qui a fortement contribué à la remontée des prix à la consommation. Les attentes généralisées voulant qu'à long terme l'inflation s'établisse près du point médian de la fourchette cible ont continué d'exercer des pressions à la hausse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence. La chute rapide des prix des produits informatiques et des frais d'appel interurbain, qui a été déterminante dans l'évolution des prix en général, a commencé à ralentir. En outre, les tarifs aériens ont enregistré une augmentation d'une ampleur inattendue, en partie à cause de la flambée des prix du carburant.

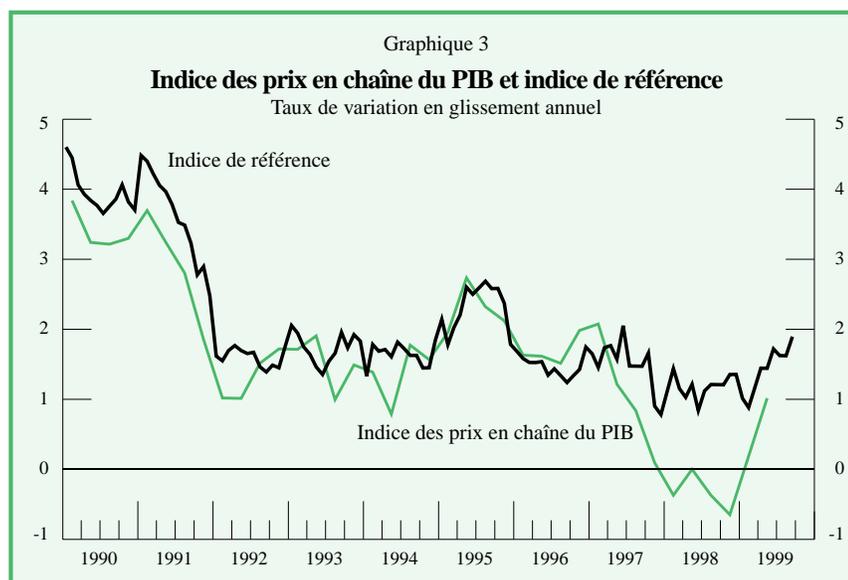
Parallèlement, deux influences fondamentales ont eu pour effet de limiter la hausse de l'inflation mesurée par l'indice de référence, à savoir l'existence de capacités de production excédentaires et de ressources inutilisées sur le marché du travail pendant toute la période et le fait que les coûts unitaires de main-d'œuvre sont demeurés pratiquement inchangés durant la dernière année.



La vive montée des prix de l'essence et du gaz naturel a provoqué un bond du taux de croissance sur douze mois de l'IPC global, lequel est ainsi passé de 1,0 % en mars à 2,6 % en septembre. Cette augmentation devrait être temporaire étant donné que les prix mondiaux du pétrole ne sont plus soumis à des pressions à la hausse. Le taux d'inflation calculé à l'aide de l'IPC global devrait redescendre au cours de l'année prochaine près de celui mesuré par l'indice de référence.

**L'indice des prix en chaîne du PIB a augmenté au cours du premier semestre de 1999...**

Après avoir reculé en 1998, l'indice des prix en chaîne du PIB s'est inscrit en hausse au premier semestre de 1999, sous l'effet du renchérissement des produits de base que le Canada exporte. Cette mesure du niveau des prix à l'échelle de l'économie a progressé de 1,0 % au cours de la dernière année (Graphique 3). L'accroissement des prix est demeuré modeste tant pour les dépenses en biens de consommation (semblables à ceux qui entrent dans la composition de l'IPC) que pour les investissements fixes des entreprises.

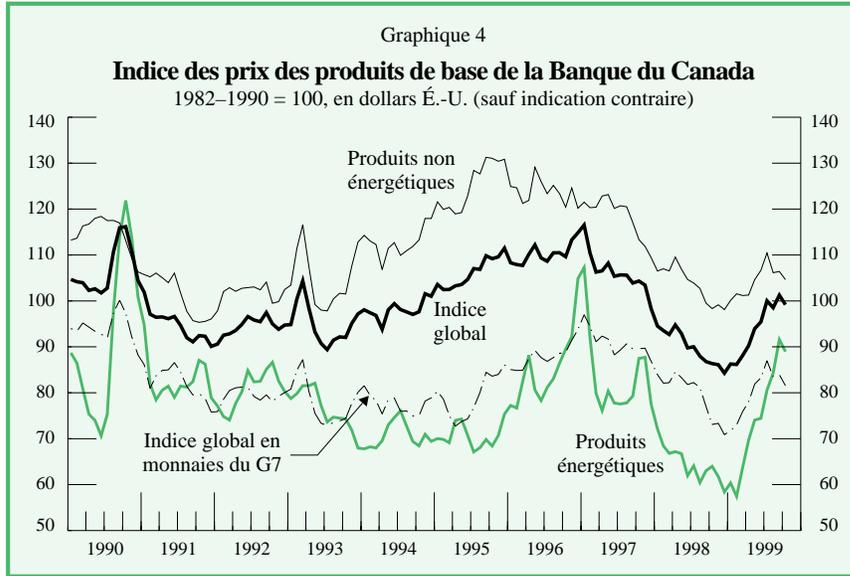


**... sous l'effet d'une hausse marquée des prix des produits de base.**

Les cours mondiaux des produits de base se sont nettement redressés depuis la fin de 1998 (Graphique 4) grâce au raffermissement de la demande à l'échelle internationale et à certaines restrictions du côté de l'offre. Les prix des métaux ont grimpé au cours de la même période sous l'effet d'une intensification de la demande en Asie et en Europe et de réductions de la production de certains métaux. Les cours du pétrole brut ont fait un bond entre mars et septembre par suite de la décision des membres de l'OPEP et de plusieurs autres pays producteurs de réduire fortement leur production et d'une accélération de la demande aux États-Unis. En revanche, à cause de l'abondance de l'offre, les prix d'un bon nombre de denrées alimentaires demeurent faibles sur les marchés.

L'indice Bridge/CRB, un indice global des cours des produits de base dont l'évolution est suivie par nombre d'analystes, a peu progressé dernièrement, alors que l'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada a enregistré une hausse sensible. Cette divergence tient essentiellement à la faiblesse des prix des

denrées alimentaires et au fait que le poids dont celles-ci sont assorties dans l'indice CRB est bien plus grand que leur importance au sein de l'économie canadienne (Note technique 1).



## Note technique 1

### Comparaison de l'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada et de l'indice Bridge/CRB

L'indice des prix des produits de base (IPPB) que la Banque publie chaque semaine<sup>1</sup> rend compte de l'évolution des cours mondiaux des principales matières premières que produit le Canada<sup>2</sup>. C'est un indice à pondération fixe fondé sur une moyenne arithmétique des cours au comptant en dollars É.-U. de 23 matières premières vendues sur les marchés internationaux. Le poids dont chacune est assortie dans l'indice est basé sur la valeur moyenne de sa production au Canada de 1982 à 1990.

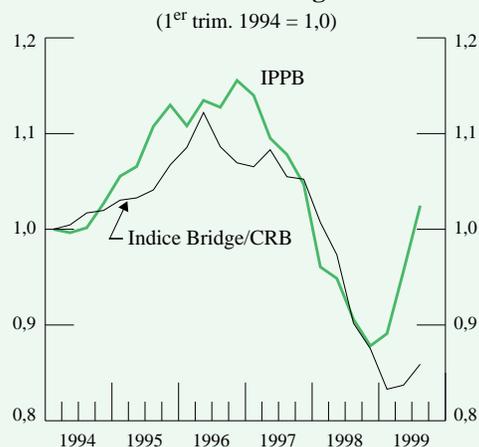
Nombre d'analystes suivent plutôt l'indice Bridge/CRB des cours à terme des produits de base, établi par le Commodity Research Bureau aux États-Unis, parce que cette mesure est publiée chaque jour. Les produits de base entrant dans cet indice ont tous le même poids, et les prix retenus sont les prix moyens en dollars américains des contrats à terme allant jusqu'à six mois. L'indice CRB englobe 17 produits de base. Parmi les neuf produits composant le sous-indice des denrées alimentaires, cinq ne font pas partie de l'IPPB : le cacao, le café, le soja, le jus d'orange et le sucre. De même, deux des huit matières premières industrielles de l'indice CRB, le coton et le platine, ne figurent pas dans l'IPPB. L'indice CRB ne comprend aucun des produits forestiers (bois d'œuvre, pâte et papier journal), qui représentent près de 30 % de l'indice établi par la Banque du Canada; il exclut également les composantes suivantes de l'IPPB : l'orge, le colza canola, la morue, le homard, le saumon, l'aluminium, le zinc, le nickel, la potasse, le soufre et le charbon. Le poids des produits énergétiques (pétrole brut, mazout et gaz naturel) n'est que d'environ 18 % dans l'indice CRB, comparativement à près de 35 % dans l'IPPB.

Étant donné que l'IPPB est un indice des prix des matières premières produites au Canada, pondéré selon l'importance de la production canadienne de chacune, il convient mieux à l'analyse de l'évolution économique au Canada. Cette conclusion est confirmée par des recherches qui démontrent l'absence d'une relation statistique stable entre le cours du dollar canadien en dollars É.-U. et l'indice CRB.

#### Composantes de l'indice

Principales catégories de produits de base	Poids (en %)	
	IPPB	Indice Bridge/CRB
Énergie	34,8	17,7
Matières industrielles	46,3	29,4
Métaux précieux	3,4	17,7
Métaux communs	11,0	5,9
Produits forestiers	29,6	0,0
Autres	2,3	5,9
Denrées alimentaires	18,8	53,0
Céréales et oléagineux	8,8	17,7
Bétail	9,3	11,8
Poisson	0,7	0,0
Autres	0,0	23,6

#### IPPB et indice Bridge/CRB



1. L'IPPB (publié dans le *Bulletin hebdomadaire de statistiques financières*) est mis à jour tous les vendredis; il peut aussi être consulté dans le site Web de la Banque (<http://www.bank-banque-canada.ca>).

2. On trouvera dans l'article de Novin et Stuber (1999) une analyse de l'évolution récente des marchés internationaux des produits de base.

## Les facteurs qui influent sur l'inflation

### La demande globale

L'expansion de l'économie canadienne a été très soutenue aux trois premiers trimestres de 1999, et la marge de capacités inutilisées a continué de se résorber. Les conditions monétaires sont restées expansionnistes, la demande globale a été exceptionnellement dynamique aux États-Unis et l'économie asiatique ainsi que les marchés mondiaux des produits de base ont commencé à se redresser. En conséquence, le PIB réel du Canada (selon les données des comptes nationaux) a crû d'environ 3,8 % en chiffres annualisés au premier semestre de 1999, alors qu'il avait augmenté de 2,8 % entre le quatrième trimestre de 1997 et celui de 1998. La croissance devrait être encore plus vigoureuse au troisième trimestre de 1999 qu'au cours des six premiers mois de l'année, si l'on en juge par les fortes ventes d'automobiles qui ont été réalisées durant ce trimestre et par la robustesse des ventes au détail et de la production en juillet et en août.

Les dépenses des ménages ont connu au premier semestre de 1999 une progression beaucoup plus marquée qu'au semestre précédent. Par conséquent, le taux de l'épargne personnelle a encore diminué pour toucher un très bas niveau au milieu de 1999. (Le taux d'épargne national s'est tout de même accru depuis 1992, comme l'indique la Note technique 2.)

Un certain nombre de facteurs liés au marché du travail ont contribué à renforcer la confiance des consommateurs (Graphique 5), ce qui a favorisé l'essor considérable des ventes de maisons et de biens durables au premier semestre de 1999, lequel s'est poursuivi au troisième trimestre. Les gains notables réalisés au chapitre de l'emploi depuis un an ont été particulièrement manifestes en ce qui concerne les emplois salariés et les emplois à plein temps (Graphique 6)<sup>2</sup>. L'amélioration des perspectives d'emploi a amené de nombreux travailleurs à réintégrer la population active, et les taux d'activité ont augmenté pour les hommes et les femmes de tous les groupes d'âge. Malgré tout, le taux de chômage a baissé de 1,2 point de pourcentage depuis le milieu de l'année 1998.

*La croissance du PIB réel s'est accélérée au cours des trois premiers trimestres de 1999...*

*... les dépenses des ménages ayant vivement progressé.*

2. La croissance globale de l'emploi a été faible de février à août (après avoir été rapide les mois précédents). En interprétant l'évolution économique, nous avons eu tendance à attacher moins d'importance aux fluctuations à court terme de cette mesure, parce que depuis deux ans environ, le profil trimestriel de la croissance de l'emploi ne reflète pas celui de la croissance du PIB, comme cela avait été le cas par le passé. C'est pourquoi, au Graphique 6, la croissance de l'emploi est présentée en glissement annuel.

## Note technique 2

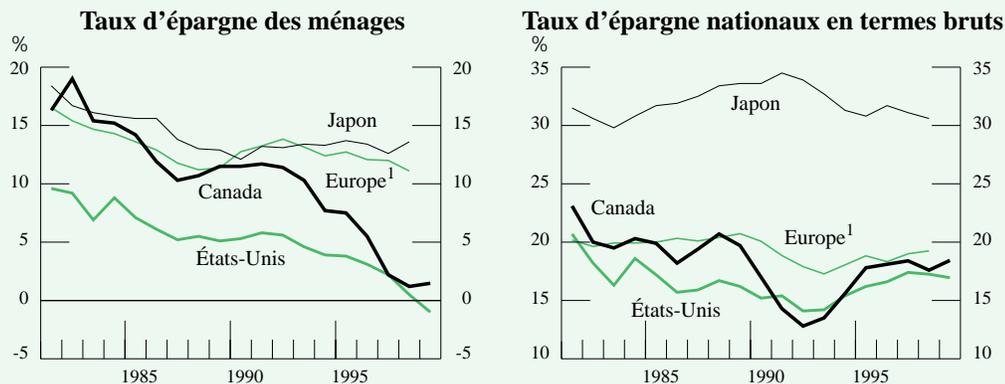
## L'évolution des taux d'épargne au Canada envisagée dans une optique internationale

Les taux d'épargne nationaux (établis sur la base de l'épargne totale des ménages, des entreprises et des administrations publiques) se sont nettement accrus au Canada et aux États-Unis depuis 1992, à cause surtout de l'assainissement des finances publiques dans ces deux pays<sup>1</sup>. Cette augmentation s'est produite en dépit du recul continu du taux d'épargne des ménages<sup>2</sup>. Après avoir connu une baisse marquée au début des années 1990, le taux d'épargne des Canadiens s'approche maintenant du taux observé dans les grands pays européens et dépasse à nouveau le taux enregistré aux États-Unis.

Les diminutions du taux d'épargne des ménages ont eu tendance à coïncider avec les hausses de l'actif net des ménages, attribuables en partie aux gains en capital. La progression déjà rapide de la richesse des ménages a pu en effet atténuer, aux yeux de ces derniers, la nécessité d'épargner une partie de leur revenu disponible. Les pays du Groupe des Sept (G7) où l'actif net a le plus progressé durant les années 1990 sont le Canada, les États-Unis et la France.

Les baisses que le taux d'épargne des ménages a accusées dans les pays industrialisés au cours des années 1990 ont également coïncidé en règle générale avec les efforts d'assainissement des finances publiques. Cette simultanéité donne à penser qu'une amélioration soutenue des finances publiques peut amener les ménages à s'attendre à un allègement futur du fardeau fiscal et à réduire la part de leur épargne réservée au paiement de leurs futurs impôts. Selon les résultats empiriques disponibles dans le cas du Canada, un redressement persistant du solde budgétaire du secteur public s'accompagnerait à hauteur de 50 à 60 % d'une baisse de l'épargne accumulée par les ménages<sup>3</sup>.

## Taux d'épargne dans les pays du G7



1. Moyenne simple des taux observés en Allemagne, en France, en Italie et au Royaume-Uni

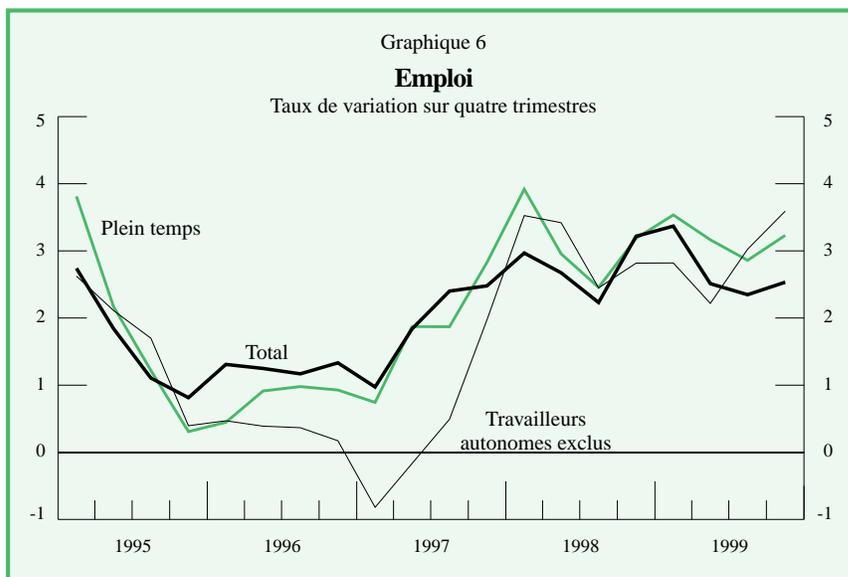
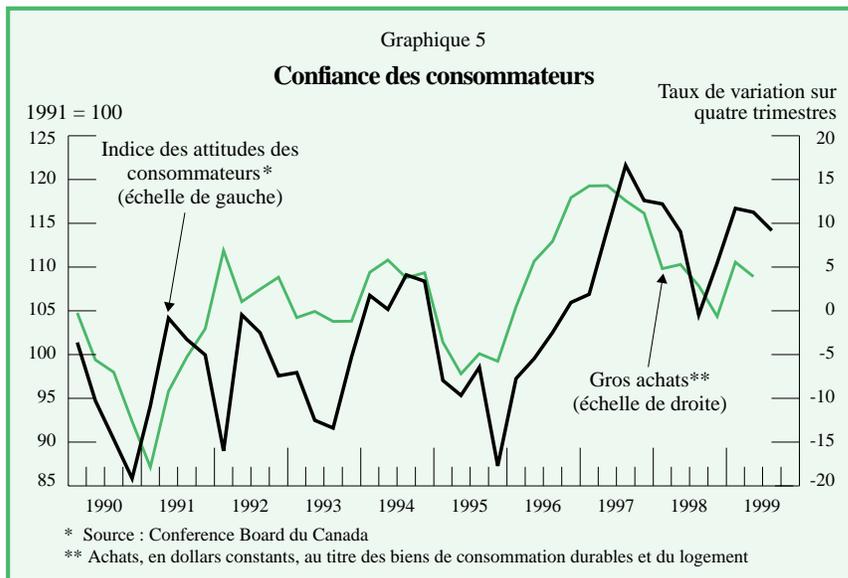
Nota : Les taux indiqués pour 1999 dans le cas du Canada et des États-Unis sont des estimations fondées sur les données des deux premiers trimestres.

Les chiffres relatifs aux taux d'épargne nationaux en termes bruts enregistrés en Europe et au Japon en 1998 sont des estimations fondées sur les données dont la Banque dispose à l'heure actuelle.

1. Les taux d'épargne sont mesurés ici sur la base des comptes nationaux.
2. Les taux d'épargne des ménages doivent être comparés avec circonspection d'un pays à l'autre, car le taux d'inflation, le régime fiscal, les définitions des concepts dans la comptabilité nationale et la situation économique des pays considérés peuvent différer.
3. Voir Bérubé et Côté (document de travail de la Banque à paraître).

Les entreprises ont accru très fortement leurs dépenses en biens d'équipement au cours des six premiers mois de 1999, l'évolution économique favorable à l'échelle mondiale ayant contribué à leur redonner confiance. Par ailleurs, la chute rapide des prix des ordinateurs, qui s'était amorcée au milieu de 1998, et la nécessité de mettre à niveau les systèmes en vue de les adapter au passage à l'an 2000 ont contribué à une hausse importante du volume des ventes d'ordinateurs et d'autres pièces de l'équipement de bureau.

*Les investissements des entreprises ont aussi augmenté rapidement...*



*... et les investissements en stocks ont commencé à se redresser.*

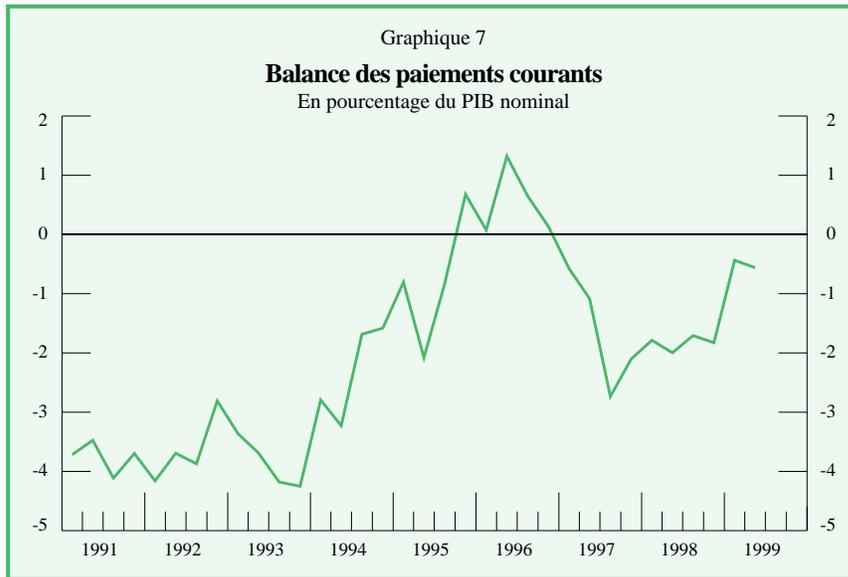
*Dans la foulée de l'expansion rapide de la demande intérieure, la croissance des importations s'est accélérée, et les exportations sont demeurées vigoureuses.*

Les investissements en stocks ont commencé à se redresser au premier semestre. Les entreprises ont en effet tenté de ramener leurs stocks à des niveaux normaux à la suite de l'essor inattendu des exportations de biens manufacturés vers les États-Unis qui a été observé à la fin de 1998.

Dans la foulée de l'accélération de la demande intérieure, particulièrement en ce qui concerne les biens à forte teneur en importations, comme les machines et le matériel, les importations en volume ont progressé beaucoup plus rapidement au premier semestre de 1999 qu'au semestre précédent.

Bien que toujours vive, la croissance des exportations canadiennes a ralenti par rapport au rythme élevé qui avait été enregistré au second semestre de 1998. À l'époque, les exportations étaient stimulées par un accroissement prononcé de l'activité aux États-Unis dû en partie aux efforts déployés pour ramener les stocks de véhicules automobiles à des niveaux plus normaux à la suite d'arrêts de travail. Dans l'ensemble, toutefois, l'expansion des exportations a continué d'être soutenue dans une large mesure par la position concurrentielle favorable de l'industrie canadienne. De fait, les données portant sur les mois de juillet et août indiquent une accélération marquée des exportations, alimentée par la vigueur de la demande aux États-Unis.

La croissance des importations ayant dépassé celle des exportations, l'excédent de la balance commerciale a considérablement diminué en volume au premier semestre de 1999. Mais les termes de l'échange se sont améliorés de façon notable, surtout en raison du relèvement des prix des produits de base. Par conséquent, le déficit de la balance courante (en termes nominaux) a beaucoup baissé, pour se situer autour de  $1/2$  % du PIB (Graphique 7).



### La maîtrise des coûts

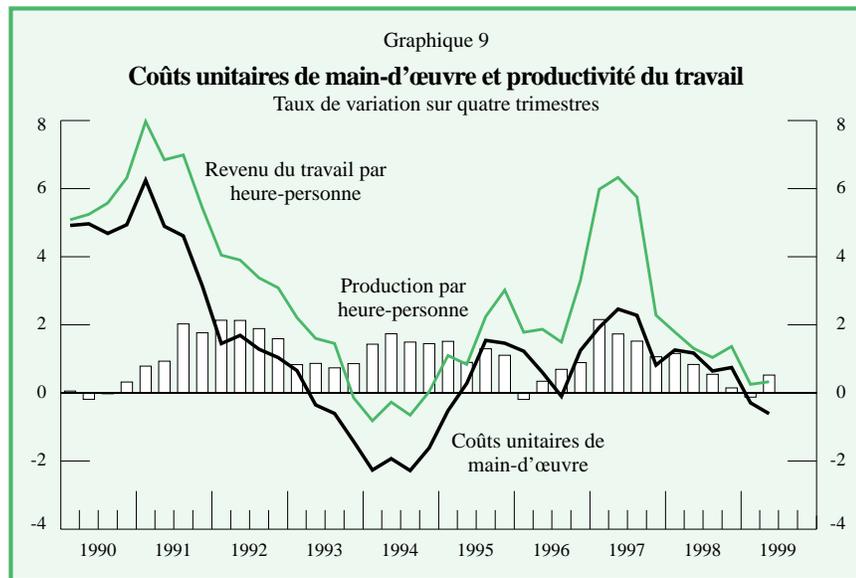
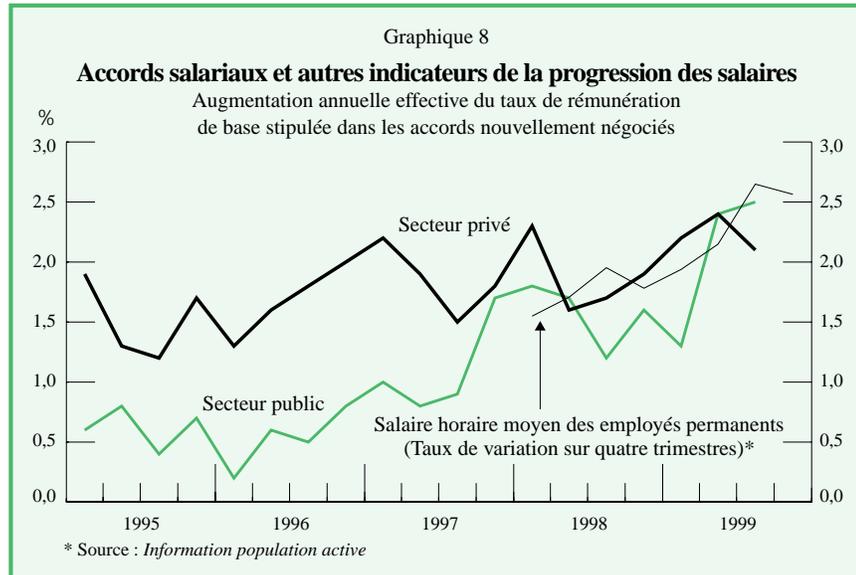
La croissance des salaires, qui sont la plus importante composante des coûts de production de biens et de services, a eu tendance à s'accélérer légèrement en 1999. Les augmentations annuelles consenties aux employés syndiqués du secteur privé se sont ainsi chiffrées en moyenne à 2,2 % au cours des huit premiers mois, contre 1,8 % au second semestre de 1998 (Graphique 8). Pour leur part, les hausses négociées dans le secteur public ont atteint en moyenne 1,9 %. Le taux moyen d'augmentation des salaires dans le secteur syndiqué a été influencé par les hausses appréciables qui ont été accordées aux travailleurs qualifiés actuellement en forte demande, tels qu'infirmiers et informaticiens. Selon les données parues dans la publication de Statistique Canada intitulée *Information population active*, la progression sur douze mois des gains horaires moyens (heures supplémentaires non comprises) pour les employés permanents a été de 2,1 % au second trimestre de 1999 et de 2,6 % au troisième trimestre, contre 1,8 % au dernier trimestre de 1998. On estime donc que la hausse tendancielle des salaires dans l'ensemble de l'économie s'est située dans une fourchette allant de 2 à 2,5 %.

Cette accélération de la progression des salaires coïncide cependant avec une reprise de la croissance de la productivité du travail. En effet, compte tenu de l'avance très timide des revenus du travail par heure-personne, due en partie à un accroissement de la proportion d'employés moins bien rétribués, la relance de la productivité a provoqué une baisse sur quatre trimestres des coûts

*La hausse tendancielle des salaires a été un peu plus prononcée au premier semestre de 1999...*

*... mais les coûts unitaires de main-d'œuvre ont reculé dans l'ensemble.*

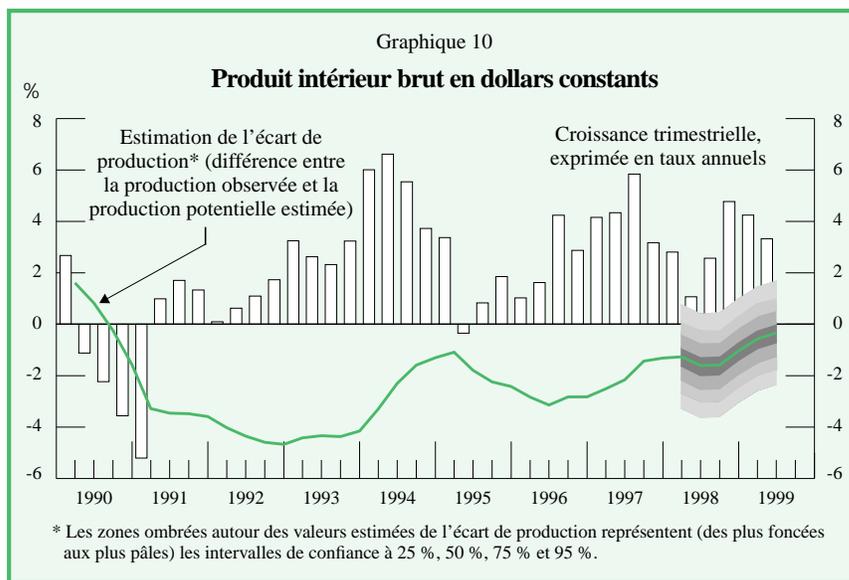
unitaires de main-d'œuvre (Graphique 9). Au fil du temps, les revenus du travail (corrigés pour tenir compte de l'inflation fondamentale) devraient augmenter à un rythme compatible avec la croissance tendancielle de la productivité du travail.



## Les pressions estimatives sur la capacité de l'économie

Le taux d'expansion de la production a été supérieur au taux de croissance estimatif de la production potentielle au premier semestre de 1999. Par conséquent, l'écart de production — soit la marge de capacités inutilisées en pourcentage de la production potentielle — établi selon l'estimation traditionnelle de la Banque s'est rétréci, passant d'à peu près 1,0 % à la fin de 1998 à environ 0,25 % au milieu de 1999 (Graphique 10)<sup>3</sup>. Toutefois, comme nous l'avons déjà souligné, les estimations de l'écart de production doivent toujours être interprétées avec prudence. Les données rétrospectives concernant le PIB réel sont en effet souvent révisées, et une grande incertitude entoure les effets que peuvent exercer sur la production potentielle un certain nombre de facteurs tels que le bas taux d'inflation, les investissements importants effectués en machines et matériel et dans la technologie ainsi que les diverses mesures des pouvoirs publics ayant eu pour résultat d'accroître la souplesse des marchés des produits et du travail.

*Bien que la marge estimative de capacités inutilisées ait encore diminué...*



3. Au moment de la publication du *Rapport* de mai, on avait estimé à 1,25 % environ l'écart de production à la fin de 1998. Les estimations passées de l'écart de production ont été révisées en fonction des résultats d'une réévaluation du profil d'évolution de la production potentielle. Celle-ci a pris notamment en considération les importantes révisions apportées rétrospectivement aux estimations du PIB réel dans les comptes nationaux (surtout pour la période 1995-1997) qui ont été publiées en juin.

**... les autres indicateurs ne témoignent d'aucune augmentation importante des pressions sur la capacité de l'économie.**

Comme en faisait état la dernière livraison du *Rapport*<sup>4</sup>, lorsque l'on pense que l'économie fonctionne presque aux limites de sa capacité, il faut, compte tenu de l'incertitude qui entache l'estimation de la production potentielle et de l'écart de production, suivre de près un large éventail d'indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de l'économie et l'inflation, y compris les variations de l'inflation mesurée par l'indice de référence par rapport au taux attendu. Les indicateurs qui sont mentionnés dans la présente section ne témoignent d'aucune intensification notable des pressions au cours des six derniers mois.

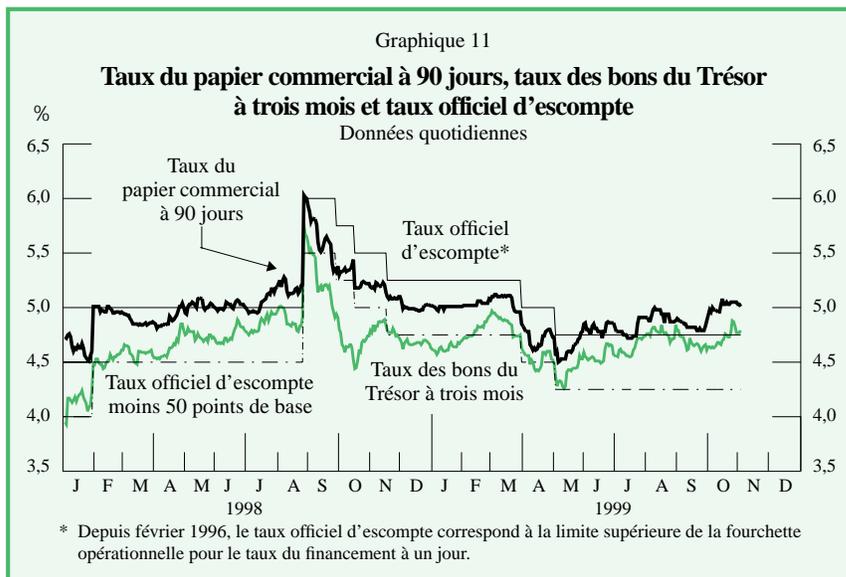
---

4. Voir la Note technique 4 de la livraison de mai 1999 du *Rapport*.

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

La Banque du Canada a maintenu le taux officiel d'escompte à 4,75 % depuis le mois de mai après l'avoir abaissé à trois reprises au cours des six mois précédents (Graphique 11). Les taux du marché monétaire se sont néanmoins inscrits en hausse en raison des relèvements effectifs ou anticipés des taux d'intérêt à court terme aux États-Unis et des attentes des marchés voulant que ce mouvement soit suivi au Canada.

*Bien que la Banque du Canada n'ait pas modifié le taux officiel d'escompte, les taux d'intérêt du marché monétaire se sont inscrits en hausse...*

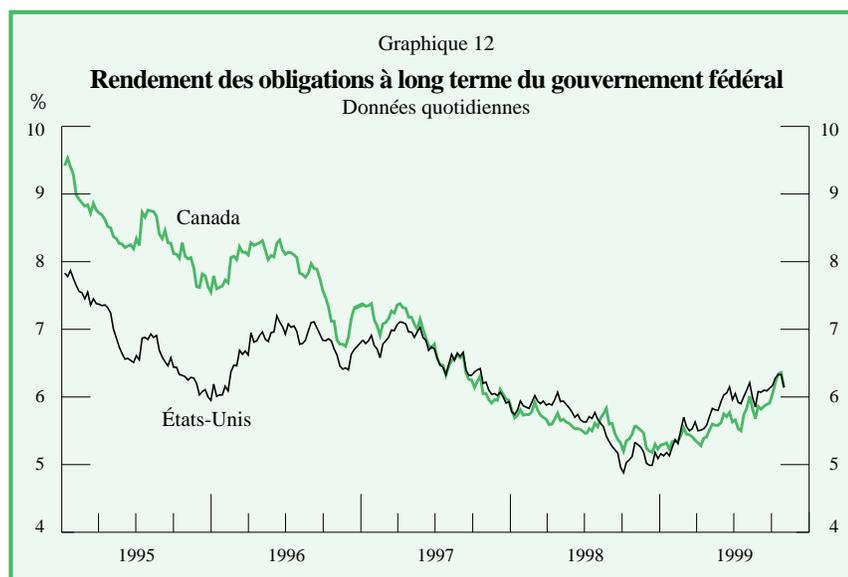


La Réserve fédérale américaine a majoré le taux cible des fonds fédéraux d'un quart de point de pourcentage le 30 juin et le 24 août, pour le porter ainsi à 5,25 %. Ces interventions ont été effectuées dans le but de réduire les risques d'une accélération de l'inflation, la demande s'étant accrue à un rythme étonnamment rapide et les marchés de nombreux biens et services faisant déjà l'objet de pressions. Il faut également souligner que les difficultés sur les marchés financiers qui avaient été à l'origine de la baisse des taux d'intérêt en 1998 s'étaient atténuées. À sa réunion du 5 octobre, le Comité de l'open market de la Réserve fédérale n'a pas modifié le taux cible des fonds fédéraux, mais il a indiqué qu'il demeurerait à l'affût de tout indice de pressions inflationnistes et qu'un nouveau durcissement des conditions monétaires pourrait s'avérer nécessaire. À l'annonce de cette nouvelle, les taux du marché américain ont encore augmenté.

*... les taux d'intérêt à court terme ayant augmenté aux États-Unis.*

**Sous l'effet de la montée des taux à long terme américains...**

Étant donné la vigueur de la dépense aux États-Unis, un relèvement des taux à court terme était attendu sur les marchés obligataires américains, où les rendements n'ont cessé de s'accroître depuis le début de l'année (Graphique 12). Les taux d'intérêt à moyen et à long terme ont poursuivi leur progression au cours de l'été et au début de l'automne, le rendement des obligations à long terme du gouvernement américain allant jusqu'à dépasser les 6%. Les taux de rendement à long terme ont aussi connu une forte hausse en Europe, ce qui reflète l'opinion selon laquelle la croissance est en train de s'accélérer là-bas.



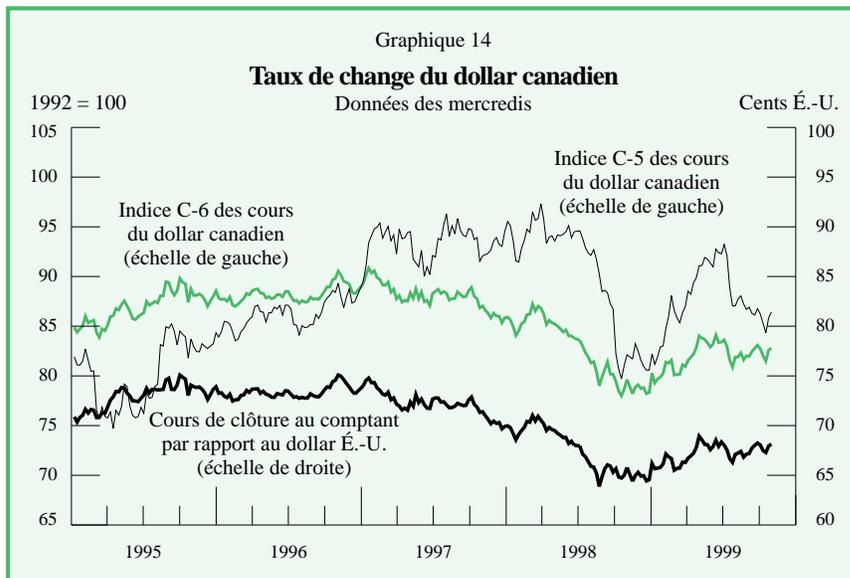
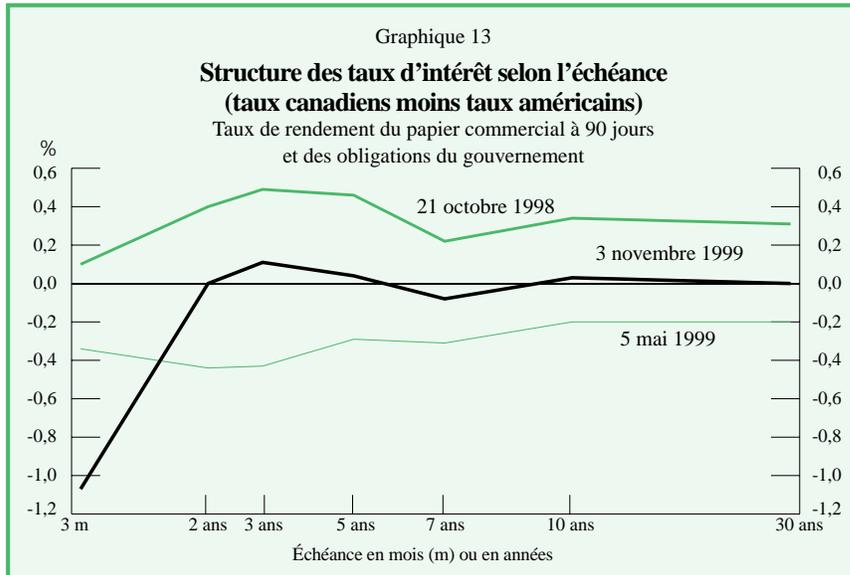
**... les rendements obligataires et les taux hypothécaires se sont aussi accrus au Canada.**

Les rendements obligataires ont crû davantage au Canada qu'aux États-Unis, et les écarts négatifs ont en grande partie disparu (Graphique 13). Cette montée des taux obligataires s'est aussi répercutée sur le marché hypothécaire. Entre mai et octobre, le taux des prêts hypothécaires à un an et à cinq ans consentis par les grandes institutions de prêt au Canada a augmenté d'environ 100 points de base. La demande de prêts hypothécaires est toutefois restée vigoureuse.

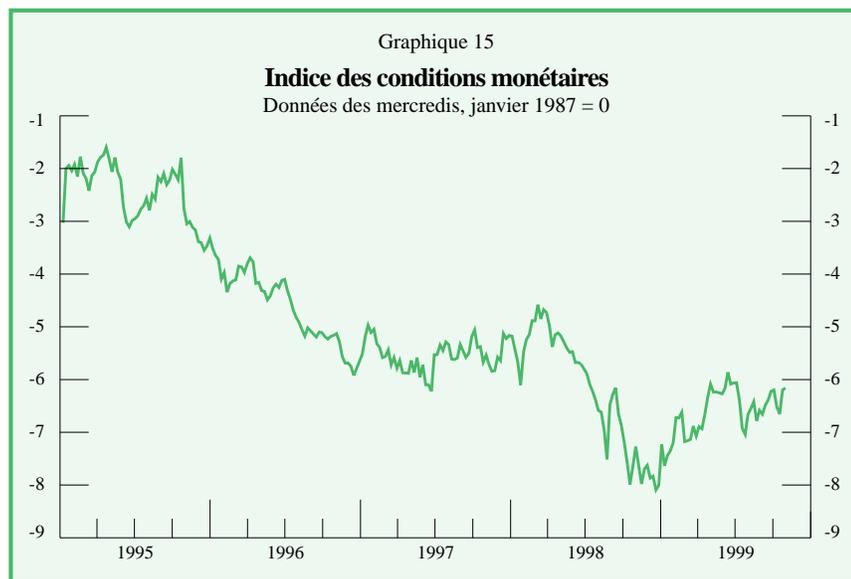
**Le raffermissement de l'économie et le renchérissement des produits de base sont venus contrer les répercussions sur notre dollar de la hausse des taux d'intérêt à court terme aux États-Unis.**

Le dollar canadien a généralement fluctué entre 66 et 68 cents É.-U. depuis la publication du *Rapport* de mai (Graphique 14). L'élargissement de l'écart négatif entre les taux d'intérêt à court terme canadiens et américains attribuable aux hausses des taux à court terme aux États-Unis a affaibli notre monnaie. En revanche, celle-ci a été soutenue par le raffermissement des prix des produits de base et l'amélioration de la balance courante ainsi que par la force des facteurs fondamentaux de l'économie canadienne. Au cours de la même période, le dollar américain a eu tendance à se

replier. Par exemple, grâce à la vigueur inattendue de la croissance de la production au Japon, la valeur du yen s'est fortement accrue. Ces mouvements se sont soldés entre mai et octobre par une baisse nette d'environ 2 % de l'indice pondéré C-6 des cours du dollar canadien établi par la Banque.



Sous l'effet de l'augmentation des taux d'intérêt à court terme et des fluctuations du dollar canadien, l'indice des conditions monétaires (ICM) de la Banque a oscillé entre -7,0 et -6,0 au cours des six derniers mois (Graphique 15).



## Les préparatifs en vue du passage à l'an 2000

La Banque du Canada et les institutions financières canadiennes se sont minutieusement préparées au passage à l'an 2000. Les systèmes liés à la prestation de services bancaires, au traitement des opérations sur titres et à l'exécution des paiements ont été soumis à des tests intensifs en vue de vérifier leur conformité à l'an 2000.

À l'instar d'autres banques centrales, la Banque du Canada a annoncé certaines mesures de contingence pour la période précédant le passage à la nouvelle année et les jours qui suivront. Ces mesures, qui viennent s'ajouter aux préparatifs des institutions financières, renforceront la confiance des entreprises, de ces institutions et des ménages canadiens dans la capacité du système de satisfaire les besoins exceptionnels de billets ou de liquidités et devraient permettre de contrer efficacement les pressions inhabituelles pouvant s'exercer sur les marchés financiers<sup>5</sup>.

Les participants aux marchés financiers ont pris certaines précautions afin d'éviter d'être touchés par des problèmes techniques, et l'effet de ces mesures préventives a été absorbé par les marchés sans trop de difficulté. Par exemple, bon nombre de gros emprunteurs ont opté pour le financement à long terme, de sorte que l'écart entre le rendement des titres des sociétés et celui des titres

5. Le gouverneur a évoqué ces préparatifs dans le discours qu'il a prononcé le 23 septembre devant la Chambre de commerce de Regina. On trouvera dans le site Web de la Banque du Canada (<http://www.bank-banque-canada.ca>) des renseignements de toutes sortes sur les mesures adoptées en vue du passage à l'an 2000, dont le texte du communiqué du 2 septembre annonçant les mesures de contingence mises en place en ce qui concerne l'octroi de liquidités.

d'État ainsi que l'écart applicable aux swaps de taux d'intérêt ont eu tendance à se creuser. Sur les marchés monétaires et les marchés des produits dérivés à court terme, les précautions prises par les participants pour se soustraire aux risques durant les premiers jours ouvrables de la nouvelle année ont provoqué une légère hausse des taux interbancaires à trois mois à la fin de septembre. Ces variations des prix des actifs financiers n'ont toutefois pas été suffisamment importantes pour qu'elles aient une incidence appréciable sur l'économie. De plus, les mesures de contingence mentionnées ci-dessus devraient empêcher les taux d'intérêt de varier sensiblement sous l'effet des pressions qui pourraient s'exercer en fin d'année.

## 4. LES PERSPECTIVES EN MATIÈRE D'INFLATION

Dans l'ensemble, nos analyses incitent à croire que l'inflation mesurée par l'indice de référence variera vraisemblablement très peu au cours des dix-huit prochains mois. Cette projection est toutefois entachée de plusieurs incertitudes.

### La conjoncture internationale

Même si la croissance des économies à marché émergent restera relativement faible cette année, on s'attend maintenant à ce qu'elle soit plus vigoureuse que prévu initialement et qu'elle connaisse une nette accélération en l'an 2000 (Note technique 3).

Les perspectives de croissance économique dans les grandes nations industrielles sont globalement encourageantes et laissent entrevoir des résultats moins divergents entre les pays que ceux attendus au moment de la rédaction du *Rapport* de mai.

Au Japon, le PIB réel a considérablement progressé au premier semestre de 1999, en partie sous l'impulsion de mesures de relance budgétaire. Cependant, les indicateurs ne font pas tous état d'une reprise durable de la demande dans le secteur privé. Il est très important, par conséquent, que les politiques publiques continuent de promouvoir une expansion de l'activité.

Dans les principaux pays européens, la croissance de l'économie est demeurée inférieure à celle de la production potentielle au premier semestre de 1999. On peut s'attendre à une amélioration de la conjoncture dans la zone euro au cours des trois prochains semestres, à la faveur essentiellement de l'assouplissement passé des conditions monétaires.

Aux États-Unis, le rythme global de l'expansion économique devrait demeurer robuste jusqu'à la fin de l'année. On s'attend toutefois à ce que la croissance décélère pour adopter une cadence plus soutenable vers le début de l'an 2000.

Ces derniers mois, le taux d'inflation hors alimentation et énergie aux États-Unis a avoisiné les 2 %. Cependant, une hausse de ce taux est à craindre d'ici les premiers mois de la nouvelle année, compte tenu notamment de la demande excédentaire persistante sur les marchés du travail, des goulots d'étranglement de l'offre dans certains secteurs, de la récente dépréciation du dollar américain et du renchérissement des matières premières.

Bien qu'un fléchissement des prix mondiaux de certains produits de base importants pour le Canada soit attendu au cours des prochains mois, ceux-ci devraient reprendre leur remontée en l'an 2000, à mesure que la demande continuera de progresser et que se maintiendront les restrictions du côté de l'offre. D'ici le milieu de l'année prochaine, les cours du pétrole brut devraient

*Une reprise s'opère dans bon nombre de pays à marché émergent.*

*Bien que la fermeté de la reprise au Japon ne soit pas assurée...*

*... l'activité dans la zone euro devrait s'accélérer.*

*Aux États-Unis, la croissance de la production devrait rester vigoureuse à court terme...*

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

*La remontée des prix des produits de base non énergétiques devrait reprendre en l'an 2000.*

## Note technique 3

**La reprise dans les marchés émergents**

Les perspectives des économies à marché émergent semblent s'être améliorées depuis le début de l'année.

En Asie, les pays les plus durement touchés par la crise de 1997 s'en sont remis plus vite que prévu grâce à leur compétitivité accrue et au relâchement ultérieur de leurs politiques budgétaire et monétaire intérieures. La croissance de la plupart des pays asiatiques dépassera cette année les prévisions antérieures, mais deux ombres subsistent au tableau. Premièrement, il y a le risque que l'embellie observée jusqu'ici réduise la volonté de ces pays d'entreprendre les réformes structurelles nécessaires pour asseoir leur économie sur de solides fondations. Deuxièmement, il pourrait s'avérer difficile de soutenir la relance indispensable des dépenses privées de consommation et d'investissement dans un climat où des changements d'ordre structurel créent de grandes incertitudes.

En Amérique latine, les perspectives économiques du Mexique et du Brésil sont plus encourageantes qu'il y a un an. Les mesures budgétaires que les autorités brésiliennes ont prises ont donné en 1999 des résultats supérieurs aux objectifs fixés dans le programme soutenu par le FMI, et les prêts interbancaires et les crédits commerciaux ont pu être reconduits. Conjugée à ces évolutions, la maîtrise des pressions inflationnistes après la mise en flottement du real a permis aux autorités d'abaisser les taux d'intérêt à court terme. Les perspectives de croissance ne sont pas aussi favorables ailleurs en Amérique latine. L'Argentine et la Colombie en particulier connaissent une grave récession.

En Russie, la dévaluation du rouble a suscité une forte substitution des produits nationaux aux produits importés et une hausse marquée de la production intérieure. Ce phénomène est encourageant, tout comme la montée des cours mondiaux du pétrole, mais le pays a du mal à honorer ses engagements au titre des paiements extérieurs à cause de la fuite des capitaux.

Même si les primes de risque applicables aux emprunts des pays à marché émergent, représentées par l'écart observé sur les obligations Brady<sup>1</sup>, sont redescendues du sommet atteint lors de la dévaluation du rouble en août 1998, elles demeurent relativement élevées du fait de la fragilité persistante d'un grand nombre de ces économies. Toutefois, les emprunteurs dont la cote de crédit est bien établie comme l'Argentine, le Brésil et le Mexique ont conservé leur accès aux marchés internationaux de capitaux.

**Écarts entre les obligations Brady des pays à marché émergent et les obligations du Trésor américain pour des échéances comparables**



Source : JP Morgan Emerging Market Bond Index

1. Essentiellement des obligations des pays à marché émergent libellées en dollars américains et assorties de garanties

avoir reculé par rapport aux niveaux élevés auxquels ils se situent actuellement, après que les principaux producteurs de pétrole auront intensifié leur production.

### **La demande et l'offre globales au Canada**

Les perspectives d'évolution que la Banque entrevoit pour l'économie canadienne sont fondées sur les prévisions concernant les États-Unis décrites précédemment, et selon lesquelles la croissance de l'activité s'accéléra dans ce pays au second semestre de 1999, après le repli temporaire accusé au deuxième trimestre, mais se ralentira ensuite de façon marquée pour s'établir à des taux plus soutenables en 2000.

*On prévoit un ralentissement de la croissance des exportations canadiennes en l'an 2000...*

*... mais la substitution des produits nationaux aux produits importés viendra soutenir la production intérieure.*

*Les investissements des entreprises devraient continuer de croître l'année prochaine...*

*... mais pour que la progression de la dépense des ménages soit soutenue, de nouveaux gains devront être réalisés au chapitre de l'emploi.*

L'avance des exportations canadiennes devrait s'accroître au second semestre de 1999, dans la foulée de l'accélération attendue de l'expansion de l'économie américaine et du raffermissement des prix des produits de base. Pour l'année prochaine cependant, on prévoit qu'elle ralentira compte tenu de la baisse de régime anticipée aux États-Unis, mais que l'amélioration des perspectives économiques en Europe et au Japon ainsi que la forte compétitivité du Canada viendront tempérer son repli.

La croissance des importations devrait aussi marquer le pas au cours des dix-huit prochains mois à la faveur de la solide position concurrentielle de notre pays et d'un tassement de la forte demande de biens à teneur élevée en importations.

On estime qu'une fois terminées les dépenses importantes que commandaient cette année les préparatifs du passage à l'an 2000, les investissements des entreprises connaîtront un léger recul au deuxième semestre de 1999. Ces investissements devraient toutefois afficher une reprise modeste l'année prochaine, à mesure que le redressement des cours des produits de base accroîtra les liquidités des entreprises.

Le rythme d'expansion de la demande des ménages devrait également ralentir quelque peu vers la fin de l'année, en partie à cause des efforts déployés par les particuliers pour reconstituer leur épargne. Pour que ce rythme s'accélère à nouveau en l'an 2000, il faudra que l'emploi continue de progresser<sup>6</sup>.

Les entreprises et les ménages pourraient temporairement accroître leurs achats vers la fin de 1999 pour atténuer les effets d'éventuelles interruptions de l'approvisionnement liées à l'arrivée de l'an 2000, mais l'incidence de ces dépenses devrait être minime.

6. La démutualisation récente de certaines compagnies d'assurance vie canadiennes pourrait contribuer à alimenter la croissance de la dépense des ménages au second semestre de 1999 et durant les premiers mois de l'an 2000.

Les plus récentes prévisions du secteur privé concernant la croissance du PIB réel (en moyenne annuelle) ont été sensiblement révisées à la hausse, s'établissant maintenant en moyenne à 3,6 % pour cette année et à 2,9 % pour l'année prochaine; au moment de la rédaction du *Rapport* de mai, les prévisionnistes tablaient sur une croissance de 2,8 % et de 2,3 % respectivement pour les mêmes périodes. Ces tendances sont conformes en gros à l'opinion qu'exprimait la Banque dans la livraison de l'été de sa revue trimestrielle et selon laquelle la croissance du PIB réel en 1999 serait proche de la limite supérieure de la plage de 2,75 à 3,75 % qu'elle annonçait dans la livraison de mai du *Rapport*.

Si le rythme d'expansion de l'économie américaine se ralentit et que la demande intérieure au Canada reste dynamique, la Banque prévoit que l'avance de la production au Canada l'année prochaine se situera entre 2,75 % et 3,75 %.

Ce pronostic, conjugué aux estimations de la production potentielle obtenues à l'aide des techniques traditionnelles, donne à penser que l'économie canadienne pourrait fonctionner en l'an 2000 aux limites de sa capacité de production ou légèrement au delà. Étant donné que le niveau projeté de l'activité avoisine le niveau auquel se trouve la production potentielle selon nos estimations et à cause de la marge d'incertitude qui entoure celles-ci, la Banque a commencé à accorder davantage d'importance à l'évolution des indicateurs dont il est question dans la Note technique 4 du présent rapport pour pouvoir faire une évaluation complète et plus approfondie du degré des pressions qui s'exercent sur la capacité de production et sur l'inflation.

### **La mesure des attentes relatives à l'inflation**

Les résultats de l'enquête périodique du Conference Board du Canada sur la confiance des entreprises canadiennes qui ont été publiés à l'automne révèlent que 85 % des répondants s'attendaient à ce que l'inflation se situe à 2 % ou moins à court terme (Graphique 16). Le nombre de répondants qui pensaient que l'inflation serait égale ou inférieure à 1 % a considérablement baissé depuis le printemps dernier. De même, environ 95 % des entreprises sondées par les représentants régionaux de la Banque cet automne estimaient que l'inflation allait demeurer dans la fourchette de 1 à 3 %. Selon les prévisions du secteur privé, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait s'établir en moyenne à 1,6 % en 1999 et à 2,0 % en l'an 2000. Les taux d'inflation prévus à plus long terme varient généralement entre 1,7 et 1,9 %, selon l'horizon observé (Graphique 17).

***On prévoit que la croissance de la production avoisinera 3,75 % en 1999...***

***... pour s'établir entre 2,75 et 3,75 % en l'an 2000.***

***Le taux d'inflation attendu à long terme est proche du point médian de la fourchette cible.***

## Note technique 4

**Le suivi des pressions inflationnistes**

Comme elle s'attend à ce que l'économie fonctionne aux limites, ou légèrement au delà, de sa capacité estimée l'an prochain, la Banque suivra de très près les différentes mesures des pressions inflationnistes. Reste à savoir lesquelles de ces mesures sont le plus aptes à la renseigner à temps sur l'émergence de telles pressions. Il n'existe aucune liste arrêtée des indicateurs des pressions inflationnistes potentielles, mais toute hausse générale des prix ou des coûts effectifs plus rapide que celle prévue par la Banque devrait y figurer en premier. La Banque examine aussi la mesure de l'inflation tendancielle donnée par son indice de référence et diverses mesures statistiques de cette dernière parce qu'elles semblent renfermer de l'information sur la tendance fondamentale de l'IPC global<sup>1</sup>. Parmi les indicateurs de l'évolution de l'inflation fondamentale à l'horizon d'un ou deux trimestres, on compte l'indice des prix (exprimés en dollars É.-U.) des produits de base établi par la Banque, les prix de revente des maisons dans les grandes régions urbaines et le ratio des commandes en carnet aux expéditions de biens manufacturés<sup>2</sup>. Selon les recherches menées à la Banque, les variations des coûts unitaires de main-d'œuvre pourraient également être un indicateur utile de l'évolution future de l'inflation, en particulier en période d'inflation basse et stable.

Les attentes relatives à l'inflation influent fortement sur le comportement des prix et des coûts effectifs. Les enquêtes aident à évaluer les taux d'inflation attendus par les entreprises et les travailleurs tant à court terme qu'à long terme. Les données se rapportant aux accords salariaux et les enquêtes portant sur les hausses attendues de la rémunération se révèlent utiles pour prévoir l'évolution future des coûts unitaires de main-d'œuvre. De plus, les représentants régionaux de la Banque rassemblent chaque trimestre, auprès d'une centaine d'entreprises ou d'associations, des renseignements d'ordre qualitatif concernant les prix et les coûts de ces entreprises (ou membres de ces associations) ainsi que leurs attentes au sujet de l'IPC.

Les prix de certains actifs renseignent de façon indirecte sur les attentes. Au début des poussées inflationnistes des années 1970 et 1980, les prix de l'immobilier ont crû rapidement, et ceux des obligations sont tombés (par suite de la hausse des taux d'intérêt à long terme). De même, les écarts de rendement entre les obligations classiques et les obligations à rendement réel devraient être sensibles à toute modification importante des attentes en matière d'inflation<sup>3</sup>.

1. Consulter l'analyse des mesures statistiques de l'inflation tendancielle présentée dans la Note technique 1 du *Rapport* de novembre 1997.

2. Voir Dion (1999).

3. À l'opposé, le marché boursier s'est révélé un bien piètre indicateur de l'inflation, car les prix des actions sont très volatils et ont parfois accusé de fortes chutes lorsque l'inflation s'est manifestée.

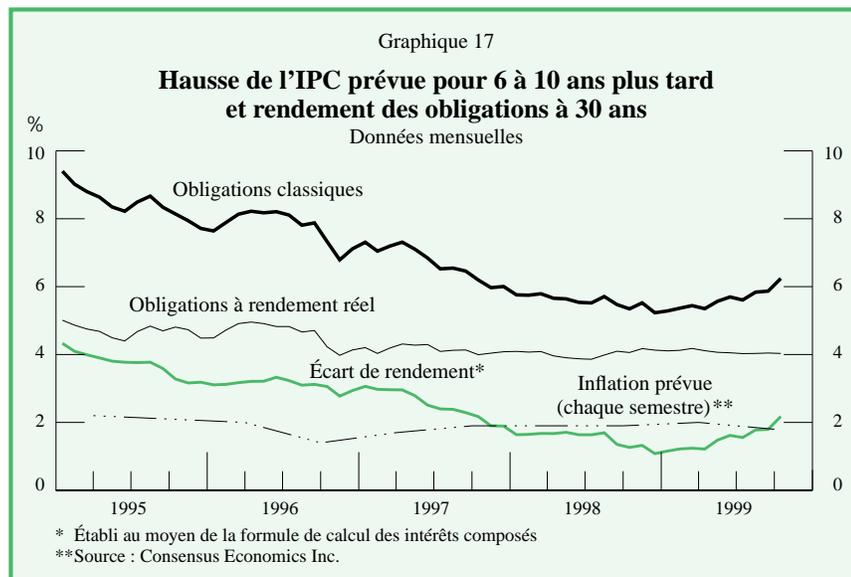
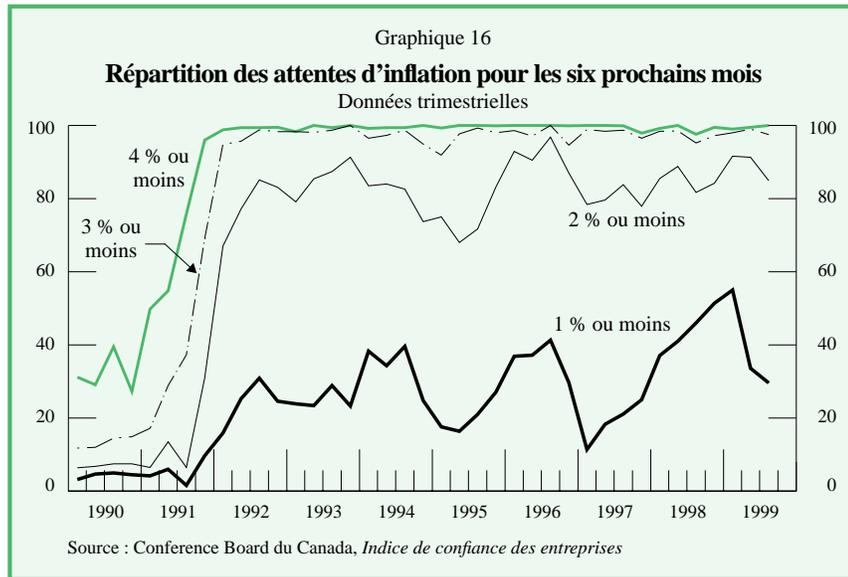
## Note technique 4 (suite)

Les agrégats monétaires peuvent aussi jouer un rôle utile d'indicateur, le type de renseignement fourni variant selon leur définition. Les recherches menées à la Banque portent à croire que les écarts entre la masse monétaire au sens étroit (M1) et la demande estimative de long terme de cet agrégat aident à prévoir l'inflation à un horizon de deux ans ou plus<sup>4</sup>. Parallèlement, les variations du taux de croissance de M1 peuvent traduire les fluctuations à court terme du taux d'inflation, peut-être parce que les agents économiques accumulent des encaisses de transaction avant de se mettre à dépenser. Au milieu des années 1990 toutefois, les innovations financières ont entraîné une forte hausse de M1 sans conséquence sur l'inflation, et, depuis, l'interprétation des mouvements de cet agrégat est demeurée difficile. Le taux de croissance d'agrégats au sens large tels que M2++ présente une corrélation stable avec le taux d'inflation en vigueur et son évolution future à très court terme.

Il n'y a pas de recette toute faite permettant de combiner en un seul les différents indices à surveiller. Cependant, l'expérience passée incite à penser que la combinaison de certains phénomènes est annonciatrice d'inflation. Dans le passé par exemple, les poussées d'inflation ont été précédées d'une hausse inattendue de l'IPC s'accompagnant d'un net renchérissement de l'immobilier, d'une montée des taux d'intérêt à long terme et d'une forte progression des agrégats monétaires.

---

4. Armour et coll. (1996) fournissent des résultats empiriques à l'appui de cette relation, tandis que Laidler (1999) explique les fondements théoriques de celle-ci.



Après s'être rétréci pendant plusieurs années consécutives, l'écart de rendement entre les obligations classiques et les obligations à rendement réel s'est creusé au cours des six derniers mois pour dépasser les 2 %. Cet élargissement est dû à la hausse des taux d'intérêt nominaux à long terme, puisque les rendements des obligations à rendement réel sont demeurés stables. La progression du taux d'inflation attendu vers le point médian de la fourchette cible pourrait être partiellement responsable de ce changement. Quoi qu'il en soit, l'écart entre les taux nominaux et les taux réels reste généralement compatible avec l'objectif de faible inflation visé par la Banque (voir la Note technique 3 dans le *Rapport* de novembre 1997).

## Les autres facteurs qui influent sur l'inflation

La dépréciation qu'a connue le dollar canadien vis-à-vis du dollar américain entre l'automne 1997 et celui de 1998 devrait continuer d'alimenter l'inflation jusque vers la fin de l'an 2000, mais son incidence devrait s'atténuer à un rythme rapide. Par ailleurs, la chute marquée des tarifs des appels interurbains et des prix des produits informatiques observée en 1998 et durant les premiers mois de 1999 devrait encore se ralentir, de sorte que l'influence qu'elle exerce sur la hausse mesurée des prix se modérera. On estime que ces facteurs auront dans l'ensemble peu d'effet net nouveau sur l'inflation mesurée par l'indice de référence.

La récente flambée des cours du pétrole brut ainsi que le relèvement substantiel des prix de divers matériaux de construction risquent d'exercer des pressions à la hausse sur les prix des biens qui font partie de l'indice de référence et pour lesquels les coûts de ces matériaux représentent une part considérable du coût de production total. L'importance des répercussions de ces mouvements sur le niveau des prix dépendra de la persistance de la variation des coûts ainsi que des conditions sur les marchés.

Les augmentations salariales devraient continuer de s'inscrire en hausse durant les dix-huit prochains mois, une opinion que partagent les entreprises sondées récemment par les représentants régionaux de la Banque. On prévoit néanmoins que la progression de l'ensemble des coûts unitaires de main-d'œuvre sera contenue par de nouveaux gains de productivité.

## Les autres indicateurs des pressions inflationnistes

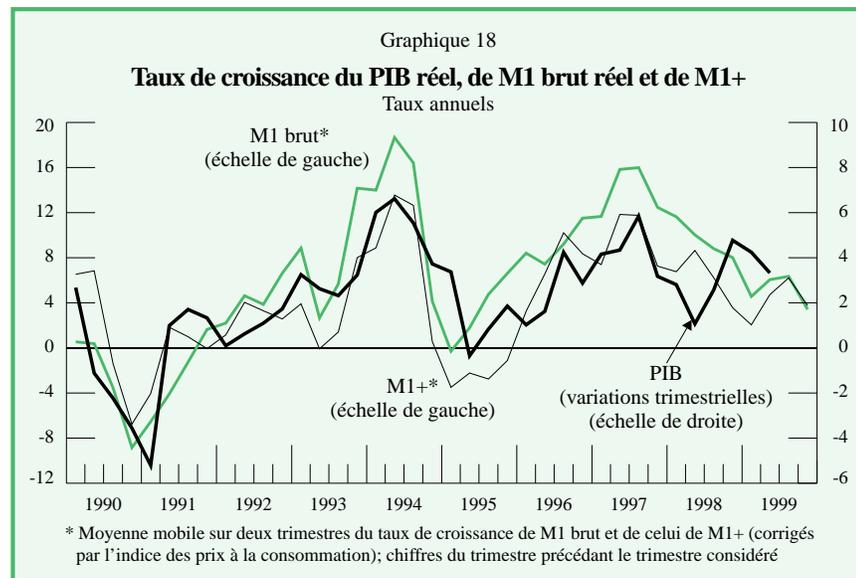
Selon l'indice de Royal LePage, le prix des maisons existantes a connu une légère reprise cette année grâce à un nombre record de ventes. Le prix des maisons neuves n'a que faiblement augmenté en glissement annuel. Cependant, sur la foi des relations observées dans le passé, l'évolution de ces indicateurs ne laisse pas présager une intensification marquée des pressions inflationnistes sous-jacentes. Le ratio des commandes en carnet aux expéditions de biens manufacturés (une mesure de l'inflation fondamentale à court terme) a fléchi après avoir connu l'an dernier une forte hausse attribuable en partie à l'évolution dans l'industrie aéronautique.

*Les autres facteurs à l'œuvre devraient avoir peu d'effet net sur l'inflation mesurée par l'indice de référence.*

## Les indicateurs monétaires

*Les agrégats monétaires au sens étroit et au sens large augmentent à un rythme qui cadre avec une forte croissance et un bas niveau d'inflation.*

La masse monétaire au sens étroit a continué de croître à un rythme qui cadre avec une forte expansion économique et un bas niveau d'inflation. Le ralentissement de la croissance de M1 depuis la fin de 1997 est attribuable en partie à l'influence réduite des facteurs spéciaux qui avaient contribué à la forte progression enregistrée ces dernières années par cet agrégat, en particulier les transferts de fonds qui se sont opérés des comptes à préavis autres que ceux des particuliers (exclus de M1) vers les comptes courants (inclus dans M1)<sup>7</sup>. Par conséquent, les taux de croissance des mesures plus larges des encaisses de transaction que sont M1+ et M1++ se sont rapprochés cette année de celui de M1 (Graphique 18). Lorsqu'on tient compte de ces effets de substitution, on constate que la progression récente des encaisses de transaction est compatible avec un taux d'expansion économique d'environ 3 1/2 % pour le second semestre de 1999.



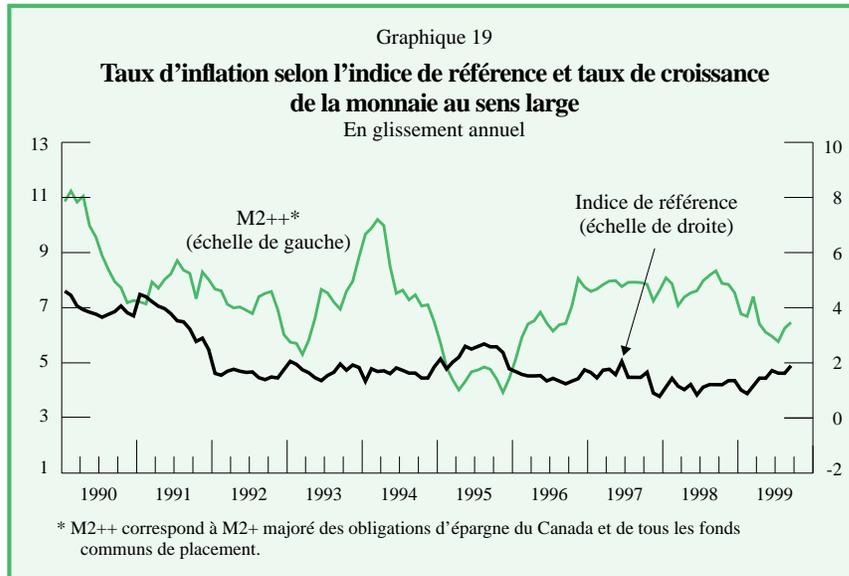
D'après le modèle d'inflation fondé sur M1 que la Banque utilise, la hausse des prix devrait demeurer à l'intérieur de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation durant les quelques deux prochaines années<sup>8</sup>.

Le taux d'accroissement en glissement annuel de M2++, qui constitue la mesure de la monnaie au sens large que privilégie la

7. Ces facteurs spéciaux ont été décrits par Atta-Mensah et Nott (1999).

8. Pour une description de ce modèle, voir Engert et Hendry (1998).

Banque, s'est stabilisé durant les derniers mois (Graphique 19). Le fait que ce taux soit passé d'environ 8 % en 1998 à 6 1/2 % à l'heure actuelle traduit un ralentissement des contributions nettes des ménages aux fonds communs de placement d'obligations et d'actions. La progression récente de M2++ laisse présager que le taux d'inflation demeurera près du point médian de la fourchette cible pendant la prochaine année.



### Les prévisions relatives à l'inflation

Comme l'inflation attendue à long terme est de 2 % et que l'économie devrait fonctionner aux limites, ou légèrement au delà, de sa capacité de production estimée, les facteurs fondamentaux à l'œuvre auront tendance à maintenir l'inflation mesurée par l'indice de référence près de 2 %, le point médian de la fourchette cible. Durant les dix-huit prochains mois, trois facteurs devraient toutefois concourir à modérer cette mesure de l'inflation. Premièrement, l'incidence de la dépréciation antérieure du dollar canadien sur l'inflation ayant atteint son maximum, cette source de pressions temporaires à la hausse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait s'atténuer. Deuxièmement, les augmentations des coûts unitaires de main-d'œuvre devraient être modestes. Troisièmement, la forte concurrence existant dans le commerce de détail se poursuivra probablement.

*Les facteurs à long terme continuent de laisser présager que l'inflation tendancielle se situera près du point médian de la fourchette cible de la Banque.*

***L'inflation mesurée par l'IPC global devrait baisser pour s'établir près du niveau de l'indice de référence, les cours du pétrole brut n'étant plus soumis à des pressions à la hausse.***

D'autre part, on s'attend à ce que deux facteurs tempèrent un éventuel recul de l'inflation mesurée par l'indice de référence durant cette période : le fort mouvement de réduction des prix des produits informatiques et des tarifs des appels interurbains devrait continuer de se modérer, et le redressement marqué qu'ont enregistré récemment les prix des produits de base pourrait pousser temporairement à la hausse les coûts autres que ceux de la main-d'œuvre. Néanmoins, les cours du pétrole brut n'étant plus soumis à des pressions à la hausse, l'inflation mesurée par l'IPC global aura tendance à baisser pour s'établir au même niveau que l'inflation mesurée par l'indice de référence.

En résumé, la Banque s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence demeure près de 2,0 % durant la prochaine année. Cette perspective, qui est largement conforme aux attentes antérieures, se fonde sur deux importantes hypothèses, à savoir que le taux de croissance de l'économie américaine redescendra à un niveau plus soutenable, non inflationniste, et que l'économie canadienne continuera de fonctionner près des limites de sa capacité.

## 5. CONCLUSIONS

Depuis la parution du *Rapport* de mai, les perspectives de l'économie mondiale ont continué de s'améliorer. L'activité est restée vigoureuse aux États-Unis, des signes de reprise sont apparus au Japon, les économies de la zone euro semblent bénéficier de bases solides et la tenue d'un certain nombre d'économies émergentes a été supérieure aux attentes. Compte tenu du climat international favorable et du raffermissement de la demande intérieure, l'économie canadienne devrait connaître un taux de croissance annuel moyen de près de 3,75 % en 1999.

Pour l'an 2000, la Banque prévoit maintenant que le taux de croissance se situera à l'intérieur d'une plage de 2,75 à 3,75 % et que l'inflation mesurée par l'indice de référence demeurera près du point médian de la fourchette cible, qui va de 1 à 3 %.

Toutefois, comme nous l'avons souligné dans le présent rapport, d'importants risques pèsent sur nos prévisions : il est en effet possible que la demande de biens et services canadiens se renforce tant au pays qu'à l'étranger et que des pressions inflationnistes se manifestent aux États-Unis.

Afin que la tendance de l'inflation se maintienne au bas niveau sur lequel s'appuient nos prévisions, la Banque doit se tenir prête à modifier les conditions monétaires en temps opportun. Le défi qu'elle devra relever sera d'estimer avec soin, à l'aide de tous les indicateurs simultanés et avancés à sa disposition, le moment où de telles modifications s'avéreront nécessaires. Une recrudescence de l'inflation au Canada compromettrait les chances que l'expansion soit durable.

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

## BIBLIOGRAPHIE

- Armour, J., J. Atta-Mensah, W. Engert et S. Hendry (1996). « A Distant-Early-Warning Model of Inflation Based on M1 Disequilibria », document de travail n<sup>o</sup> 96-5, Banque du Canada.
- Atta-Mensah, J. et L. Nott (1999). « L'évolution récente des agrégats monétaires et son incidence », *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 5-19.
- Banque du Canada (1991). « Cibles de réduction de l'inflation : Communiqué et documentation à l'appui », *Revue de la Banque du Canada*, mars, p. 3-21.
- \_\_\_\_\_ (1991). « Les cibles de réduction de l'inflation : autres considérations d'ordre pratique et questions de mesure », *Revue de la Banque du Canada*, septembre, p. 3-23.
- \_\_\_\_\_ (1993-1994). « Déclaration du gouvernement et de la Banque du Canada au sujet des objectifs de la politique monétaire », *Revue de la Banque du Canada*, hiver, p. 85-86.
- \_\_\_\_\_ (1998). « Prolongation de l'application des cibles de maîtrise de l'inflation », communiqué diffusé le 24 février et reproduit dans la *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 85-87.
- Bérubé, G. et D. Côté (à paraître). « Long-Term Determinants of the Personal Savings Rate: Literature Review and Some Empirical Results for Canada », document de travail, Banque du Canada.
- Canada, Statistique Canada. *Information population active*, publication n<sup>o</sup> 71-001-PPB au catalogue (mensuel), Ottawa, Travaux publics et Services gouvernementaux Canada.
- Conference Board du Canada (1999). *Indice de confiance des entreprises*, automne.
- \_\_\_\_\_ (1999). *Indice des attitudes des consommateurs*, automne.
- Consensus Economics Inc. (1991-1999). *Consensus Forecasts*, divers numéros.
- Dion, R. (1999). « Indicator Models of Core Inflation for Canada », document de travail n<sup>o</sup> 99-13, Banque du Canada.

- Engert, W. et S. Hendry (1998). « Forecasting Inflation with the M1-VECM: Part Two », document de travail n° 98-6, Banque du Canada.
- Laidler, D. (1999). « La monnaie comme variable passive ou active et la politique monétaire », *Revue de la Banque du Canada*, été, p. 17-29.
- Novin, F. et G. Stuber (1999). « L'évolution récente des cours mondiaux des produits de base et son incidence sur l'économie canadienne », *Revue de la Banque du Canada*, été, p. 41-51.
- OCDE (1999). *Perspectives économiques*, juin, Paris, Organisation de Coopération et de Développement Économiques.
- Thiessen, G. (1999). « Les défis qui se poseront à la politique monétaire canadienne en l'an 2000 », allocution prononcée le 2 novembre devant la Greater Charlottetown Area Chamber of Commerce, Charlottetown (Île-du-Prince-Édouard).

