

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

MISE À JOUR

– Août 2000 –

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il se fonde sur l'information reçue au 4 août 2000 et représente une mise à jour du Rapport sur la politique monétaire publié le 11 mai 2000.

Les données recueillies depuis la parution du dernier *Rapport sur la politique monétaire* continuent de faire état d'une solide croissance de l'économie aux États-Unis, en Europe et dans les pays à marché émergent. L'économie du Japon a aussi montré des signes de redressement. En raison de l'expansion continue de l'économie internationale et du maintien des quotas de production par les pays producteurs de pétrole, le prix mondial du pétrole brut et le prix du gaz naturel en Amérique du Nord ont dépassé les prévisions. Par contre, les prix de la plupart des produits de base non énergétiques ont été moins élevés que prévu.

Aux États-Unis, l'inflation hors alimentation et énergie a continué d'augmenter. Selon les dernières données, l'activité demeure robuste dans ce pays. On observe bien les signes d'un ralentissement dans les secteurs sensibles aux taux d'intérêt, mais on ignore encore s'il sera suffisant pour atténuer les pressions inflationnistes. Compte tenu des tensions observées sur le marché du travail, les risques d'une montée de l'inflation hors alimentation et énergie subsistent donc aux États-Unis.

Au Canada, le taux de croissance de la demande globale se situait au premier trimestre à la limite supérieure de la plage des valeurs projetée par la Banque. Stimulé par la vigueur des exportations vers les États-Unis et par le dynamisme des investissements des entreprises, le PIB réel s'est accru à un rythme annuel de 4,9 %. À la lumière des indicateurs disponibles, la Banque estime que le taux de

Faits saillants

- La Banque a révisé ses projections à la hausse et s'attend maintenant à ce que la croissance du PIB réel se situe cette année dans une plage de 4,25 à 4,75 %. Ce rajustement est motivé par la forte activité au premier semestre de 2000 et par la révision à la hausse des chiffres de la production au second semestre de 1999.
- L'inflation mesurée par l'indice de référence a été inférieure aux prévisions au deuxième trimestre, ce qui laisse croire que l'économie n'avait pas encore atteint les limites de sa capacité.
- La Banque continue de s'attendre à ce que le rythme d'expansion de l'économie ralentisse au second semestre de 2000, mais qu'il demeure supérieur à celui du potentiel de production.
- Aussi prévoit-elle toujours que des pressions commenceront à se faire sentir sur les marchés du travail et des produits et porteront l'inflation mesurée par l'indice de référence à environ 2 % au début de 2001.
- À la lumière de cette évolution, la Banque continuera de suivre de près l'état de la demande globale au Canada ainsi que les divers indicateurs des pressions exercées sur l'appareil de production.

croissance est resté élevé au deuxième trimestre, soit entre 3,50 et 4,25 %. Ces chiffres, ainsi que la révision à la hausse du niveau de l'activité au second semestre de 1999, ont amené la Banque à revoir sa position et à prévoir une croissance moyenne de 4,25 à 4,75 % pour 2000, soit 0,25 point de pourcentage au-dessus de celle projetée dans le *Rapport* de mai. La Banque s'attend toujours à ce que le rythme d'expansion de l'économie au second semestre de 2000 soit inférieur à celui du premier semestre, mais qu'il demeure légèrement supérieur au taux d'accroissement du potentiel de production.

Malgré l'activité plus forte que prévu au premier semestre, l'inflation mesurée par l'indice de référence (IPC dépouillé des composantes volatiles que sont l'alimentation et l'énergie ainsi que de l'effet des modifications des impôts indirects) est restée étonnamment faible au Canada au deuxième trimestre, ce qui donne à penser que la demande n'aurait pas encore dépassé les limites de la capacité de production. Toutefois, les capacités inutilisées se résorbent rapidement, et des pressions devraient commencer à se faire sentir avant la fin de l'année. La Banque s'attend donc toujours à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence se rapproche du point médian de sa fourchette cible de 1 à 3 % d'ici le début de 2001. Compte tenu du renchérissement de l'énergie, elle prévoit maintenant que la hausse de l'IPC global restera supérieure à celle de l'indice de référence au moins jusqu'au premier trimestre de 2001.

En ce qui concerne les risques qui pèsent sur ces prévisions, l'évolution de la situation depuis la parution du dernier *Rapport* n'a pas dissipé, bien au contraire, les points d'incertitude que la Banque met en lumière depuis quelque temps, à savoir : le débordement possible de la demande américaine, à un moment où les entreprises et consommateurs canadiens augmentent leurs dépenses; l'éventualité d'une montée des pressions inflationnistes aux États-Unis et ses effets sur le Canada; l'équilibre incertain entre l'offre et la demande au sein de l'économie canadienne, les pressions que subit la capacité n'ayant vraisemblablement pas été aussi intenses qu'on l'avait d'abord pensé.

La conjoncture internationale

Les marchés émergents

La tenue des marchés émergents a été meilleure que prévu. En Asie, où une solide croissance alimentée par les exportations s'observait déjà en 1999, après le ralentissement causé par la crise financière de 1997-1998, la progression de la demande intérieure est venue soutenir l'expansion cette année. Les économies émergentes de l'Amérique latine et de l'Europe de l'Est affichent aussi une activité robuste.

L'Europe et le Japon

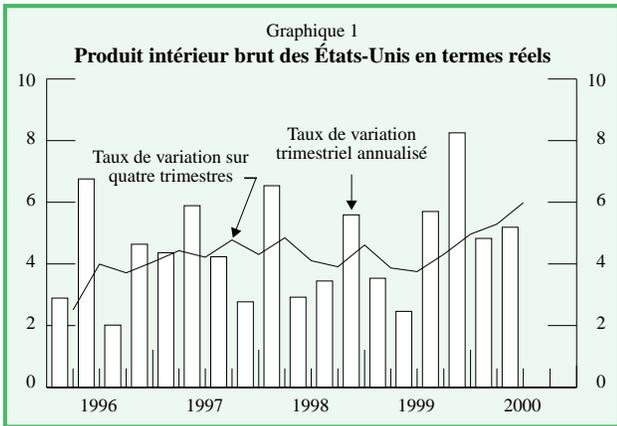
En Europe, l'expansion économique demeure vigoureuse. On s'attend à ce que le raffermissement de l'emploi et le regain de confiance des consommateurs et des entreprises stimulent la demande pendant le reste de l'année. Le resserrement des conditions monétaires dans la région devrait contribuer à prévenir les pressions inflationnistes.

L'économie du Japon donne des signes de redressement. Tant la production que les bénéfices et les investissements des entreprises sont en progression. La reprise demeure cependant fragile; les dépenses des ménages sont faibles et la restructuration du secteur financier reste à terminer. Dans ce contexte, la Banque du Japon a décidé de s'en tenir pour le moment à sa politique de maintien à zéro du taux d'intérêt à un jour.

La croissance économique des pays d'Europe et des marchés émergents se raffermi, mais l'économie japonaise demeure fragile.

Les États-Unis

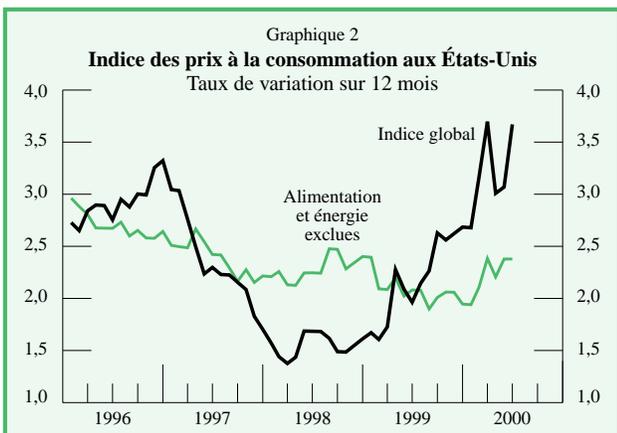
L'expansion rapide de l'économie américaine s'est poursuivie au premier semestre de 2000. Le PIB a crû à un rythme annuel de 5 %, après un bond de 7 % au deuxième semestre de 1999 (Graphique 1). Ces résultats s'expliquent par le niveau particulièrement élevé des investissements des entreprises durant la période. Des signes de ralentissement sont néanmoins apparus ces derniers mois dans les secteurs sensibles aux taux d'intérêt, notamment dans ceux de la consommation et de la construction, où les dépenses ont diminué de façon marquée par rapport aux très hauts niveaux atteints



précédemment. Les tensions persistent sur le marché du travail malgré une décélération de la croissance de l'emploi. De nouveaux gains substantiels de productivité ont cependant contenu la montée des coûts unitaires de main-d'œuvre.

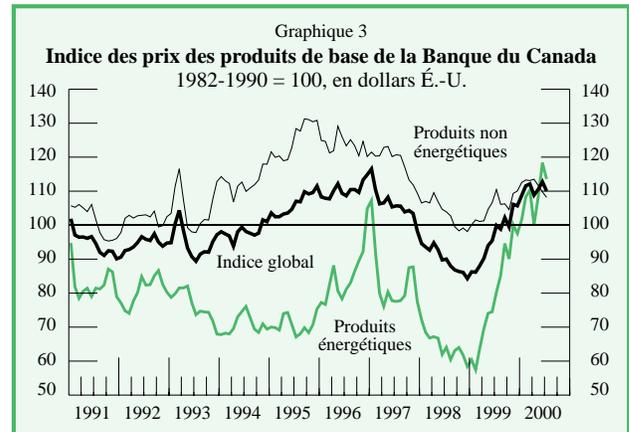
Malgré certains signes d'une baisse de régime aux États-Unis, les risques d'une montée de l'inflation subsistent.

Les majorations passées de taux d'intérêt devraient freiner l'expansion de la demande cette année et l'an prochain. Toutefois, la Réserve fédérale pourrait bien devoir relever à nouveau les taux d'intérêt si la forte activité continue d'exercer des pressions à la hausse sur la capacité de l'économie et l'inflation (Graphique 2). À la lumière des indications récentes d'un ralentissement dans certains secteurs, les marchés financiers s'attendent maintenant à un resserrement beaucoup moins prononcé de la politique monétaire.



Les prix des produits de base

Le prix moyen en dollars É.-U. des principaux produits de base canadiens, mesuré par l'indice de la Banque, a diminué de 1 % depuis la fin d'avril (Graphique 3). Le cours du pétrole brut a grimpé, mais celui des autres produits de base a chuté d'environ 5 %.



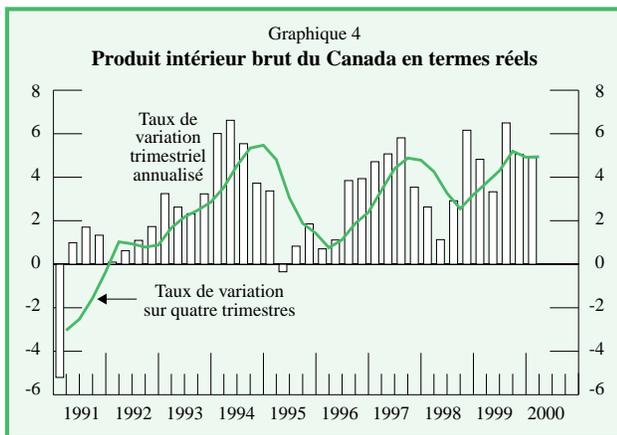
À la fin du second trimestre, malgré deux hausses des quotas de production de l'OPEP, le cours du pétrole brut était toujours nettement plus élevé que ce qui était envisagé dans le *Rapport* de mai. Même si l'Arabie Saoudite accroît encore sa production, comme elle l'a annoncé en juillet, le prix de détail des dérivés du pétrole brut sera probablement tout l'été supérieur à ce que l'on avait prévu. Le gaz naturel a aussi renchéri, en raison du faible niveau des stocks attribuable à l'essor de la demande.

Les cours des produits de base non énergétiques se sont repliés malgré la forte expansion de l'économie mondiale. Si le recul observé dans certains cas semble attribuable à des facteurs temporaires, la diminution du prix du bois d'œuvre tient fort probablement à une croissance plus lente que prévu du secteur de la construction aux États-Unis.

L'économie canadienne

La demande globale, la production et les pressions estimatives sur la capacité de l'économie

Le taux de croissance de l'économie canadienne s'est situé à la limite supérieure de la plage des valeurs projetée dans la livraison de mai du *Rapport*. Le PIB réel s'est accru de 4,9 % en taux annuel au premier trimestre de 2000 (Graphique 4)¹. Le volume des exportations a considérablement augmenté, en raison surtout de l'envolée de la demande aux États-Unis. Les investissements des entreprises sont demeurés vigoureux, à la faveur d'une rentabilité et d'un niveau de confiance élevés. La hausse marquée de l'emploi et des revenus réels s'est traduite par un net accroissement des dépenses des ménages. La progression du volume des importations a quelque peu ralenti, à cause surtout d'une réduction du rythme d'accumulation des stocks.



On prévoit maintenant une croissance de l'économie canadienne un peu plus forte en 2000 que ce qu'on avait projeté dans le Rapport de mai.

Les informations obtenues pour le deuxième trimestre donnent à penser que le rythme d'expansion de l'économie s'est ralenti mais est demeuré à un niveau élevé — supérieur à celui du potentiel de production —

1. Dans le *Rapport* de mai, la Banque prévoyait une croissance réelle de 4 à 5 % pour le premier trimestre.

de 3,50 à 4,25 %. Les indicateurs relatifs aux dépenses de consommation et aux investissements en machines et matériel sont restés fermes. Les exportations ont de nouveau affiché une solide progression, les expéditions de machines et de matériel ayant vivement augmenté sous l'impulsion de la forte demande aux États-Unis. Cependant, certains indices témoignent d'une baisse des dépenses des ménages à l'égard des articles dont l'acquisition est sensible aux taux d'intérêt, notamment les logements². L'essor de l'emploi a également décéléré au second trimestre.

On s'attend maintenant à ce que l'économie connaisse une croissance moyenne de 4,25 à 4,75 % en 2000, ce qui est légèrement supérieur à ce que la Banque envisageait en mai. Ce rajustement résulte principalement de la révision à la hausse du PIB canadien pour le second semestre de 1999 et de la vigueur observée durant le premier semestre de 2000. En raison surtout du ralentissement anticipé de l'économie américaine, la Banque prévoit toujours une décélération de l'activité au Canada d'ici la fin de l'année et en 2001.

Les capacités excédentaires sont en train d'être rapidement absorbées.

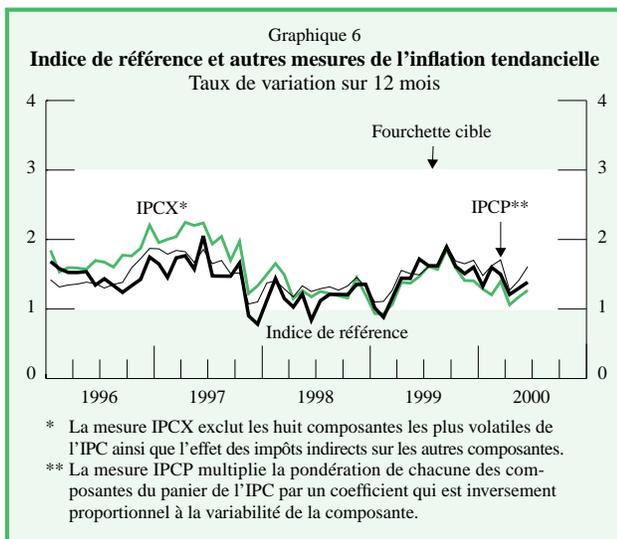
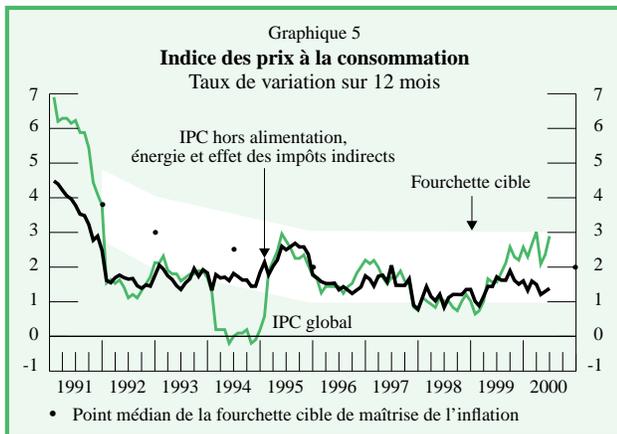
Le dynamisme de l'économie canadienne pourrait laisser croire que la demande est devenue excédentaire durant le premier semestre de 2000. Plusieurs indicateurs nous incitent cependant à ne pas tirer de conclusions trop hâtives, au premier chef l'inflation mesurée par l'indice de référence, qui demeure inférieure aux prévisions. Chose certaine, la capacité excédentaire de l'économie se résorbe rapidement, et l'on s'attend à ce que la croissance de la demande demeure légèrement supérieure à celle du potentiel de production jusqu'à la fin de 2000, ce qui aurait pour effet d'intensifier les pressions sur l'appareil de production³.

2. Le recul des mises en chantier résidentielles, au deuxième trimestre, a été amplifié par un conflit de travail dans la région de Toronto.

3. Dans le *Rapport* de novembre prochain, la Banque publiera ses nouvelles estimations de l'écart de production.

Les prix et les coûts

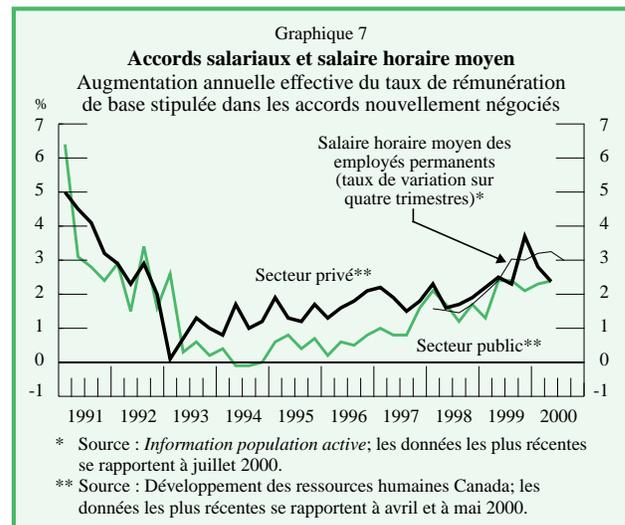
Le taux d'accroissement sur douze mois de l'indice de référence est descendu à 1,4 % en juin, ce qui est légèrement inférieur à son niveau de mars et moins élevé que le taux projeté dans le *Rapport* de mai (Graphique 5). Les prix des biens durables et semi-durables ont été plus bas que prévu, ce qui pourrait s'expliquer en partie par le recul des prix mondiaux. Cette évolution inattendue porte aussi à croire qu'il subsistait des capacités excédentaires dans l'économie durant les premiers mois de l'année. La progression des autres mesures statistiques de l'inflation tendancielle est similaire à celle de l'indice de référence (Graphique 6).



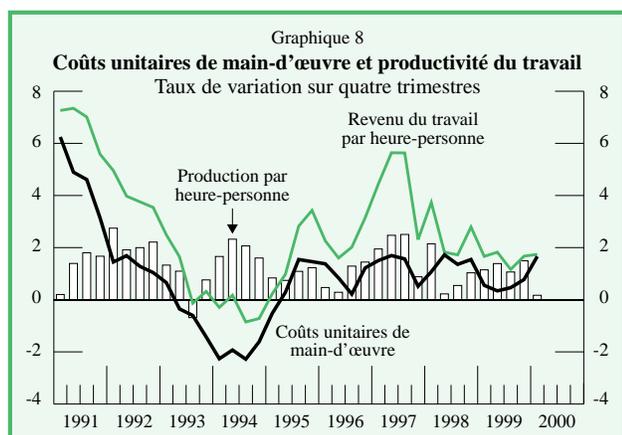
L'incidence estimative, sur l'inflation mesurée par l'indice de référence, du net renchérissement de l'énergie amorcé au début de 1999 reste minime, s'établissant à moins

de 0,1 %. Toutefois, l'augmentation sur douze mois de l'IPC global est demeurée, à 2,9 % en juin, bien supérieure à celle de l'indice de référence et témoigne de la poursuite de l'escalade des prix à la consommation de l'énergie.

Les indicateurs de l'évolution des salaires ont peu varié. La hausse sur quatre trimestres des gains horaires moyens (heures supplémentaires non comprises) pour les employés permanents, dont fait état la publication de Statistique Canada intitulée *Information population active*, s'est située à 3 % en juillet, en légère baisse par rapport au taux de 3,2 % observé au premier semestre (Graphique 7). Le taux d'accroissement sur quatre trimestres du revenu du travail par heure-personne n'était toujours que de 1,7 % au premier trimestre (Graphique 8). Enfin, durant les cinq premiers mois de 2000, la moyenne des augmentations annuelles consenties dans les entreprises syndiquées du secteur privé s'est élevée à 2,6 %, près de celle enregistrée en 1999.



Dans l'ensemble de l'économie, les coûts unitaires de main-d'œuvre ont crû de 1,6 % au premier trimestre en glissement annuel, en raison surtout du recul de la croissance de la production par heure-personne (Graphique 8). On pense néanmoins que cette dernière s'est considérablement redressée au deuxième trimestre. La hausse sur quatre trimestres des coûts unitaires de main-d'œuvre devrait par conséquent s'être ralentie, si l'on fait abstraction de l'incidence des paiements du gouvernement fédéral résultant du règlement sur la parité



salariale (qui pourraient ajouter jusqu'à 1,5 % au revenu du travail au deuxième trimestre).

Les prix des actifs réagissent aux attentes en matière d'inflation et de croissance de l'activité. Vers la fin des années 1980, par exemple, l'ascension du prix des maisons avait signalé la montée de l'inflation tendancielle. Depuis le début de 2000, le marché du logement s'est modérément resserré. L'accroissement sur douze mois du prix de revente des maisons (selon l'indice de Royal LePage) s'est chiffré à 6,4 % au premier trimestre, en légère hausse par rapport au trimestre précédent. Celui du prix des maisons neuves a augmenté lui aussi, mais il n'était que de 2,4 % en mai.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait monter graduellement pour s'établir à environ 2 % au début de 2001.

Malgré la faiblesse inattendue qu'elle a affichée au deuxième trimestre, on croit encore que l'inflation mesurée par l'indice de référence montera progressivement pour s'établir aux alentours de 2 % au début de 2001. Deux facteurs œuvrent en ce sens : les tensions naissantes sur les marchés des produits et du travail, du fait que la demande continue de croître plus rapidement que l'offre potentielle, et le maintien du taux d'inflation attendu à long terme près du milieu de la fourchette cible de la Banque. Les pressions à la hausse qui en résultent sur l'inflation mesurée par l'indice de référence devraient être tempérées quelque peu par de nouvelles baisses du prix des impor-

tations, imputables en partie à l'appréciation du dollar canadien depuis le début de 1999.

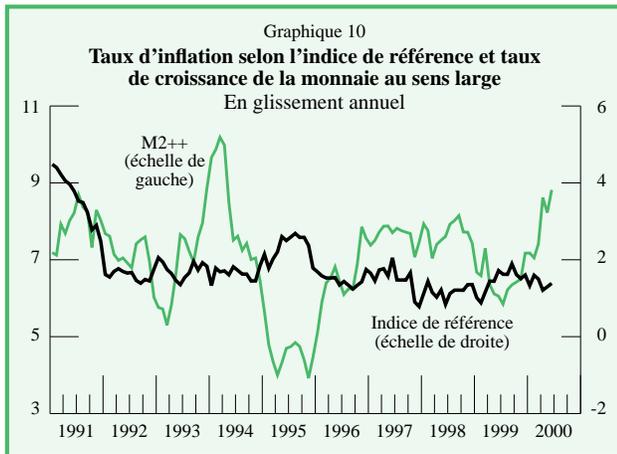
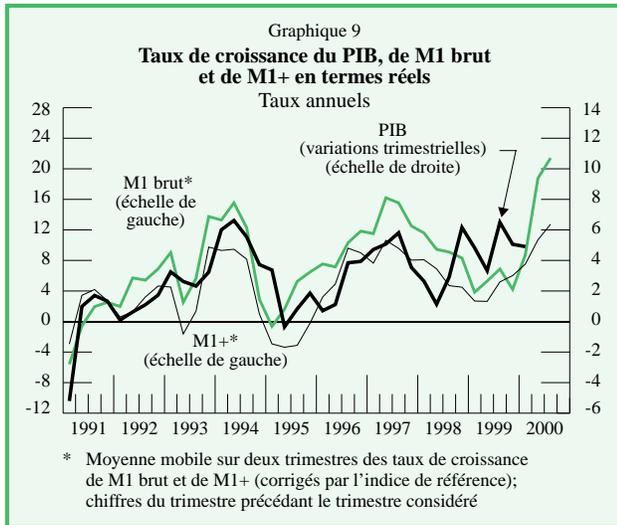
On continue de prévoir que le taux d'accroissement de l'IPC global fléchira pour se rapprocher de celui de l'indice de référence; le rythme de ce mouvement dépendra en partie de la rapidité avec laquelle le repli des cours du pétrole brut s'effectuera et se répercutera sur les prix de détail. Si le cours du baril de West Texas Intermedate se situe en moyenne à 28 dollars É.-U. au second semestre de l'année, le taux d'augmentation sur douze mois de l'IPC global devrait descendre aux environs de 2 % dans le courant du premier semestre de 2001⁴.

Les agrégats monétaires

La croissance des agrégats monétaires au sens étroit demeure rapide. En glissement annuel, M1 s'est accru d'environ 17 % en juin, tandis que M1+ et M1++ ont augmenté de quelque 12 % et 9 % respectivement. L'expansion de ces agrégats a été stimulée par la forte progression des comptes autres que ceux des particuliers, et la vigueur qu'elle affiche ces derniers temps est due en partie à l'accroissement des dépôts de certains intermédiaires financiers auprès de banques. Ces dépôts viennent fausser l'information fournie par les agrégats étroits, car les chiffres concernant les comptes détenus par les institutions financières s'annuleraient si les agrégats étaient établis à partir de données entièrement consolidées. Selon nos premières estimations, lorsqu'on corrige les données pour tenir compte de ces distorsions, la croissance tendancielle des agrégats étroits se situe plutôt entre 4 et 8 %.

Ces données corrigées sur le comportement récent de la monnaie au sens étroit incitent à croire que le PIB réel progressera à un rythme d'environ 3,5 % au second semestre de 2000 (Graphique 9). Ce taux cadre avec celui que la Banque obtient dans ses projections. La croissance de la monnaie au sens étroit donne également à penser que l'inflation mesurée par l'indice de référence augmentera pour se situer près du point médian de la fourchette cible d'ici le début de 2001. Ce taux d'inflation est

4. Selon les prévisionnistes du secteur privé, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait s'établir en moyenne à 2,4 % en 2000 et à 2,1 % en 2001 (données tirées de la livraison de juillet de *Consensus Forecasts*).

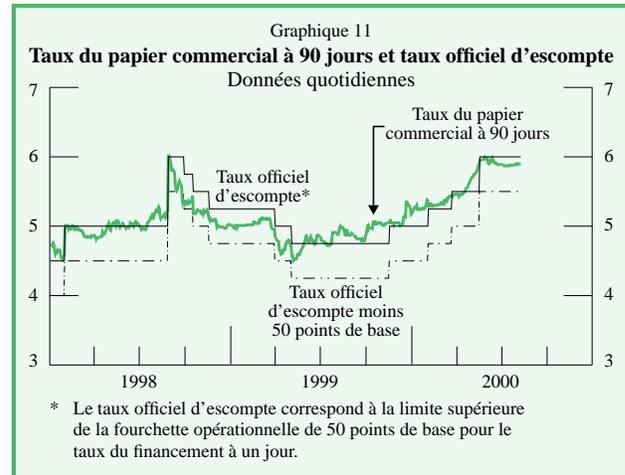


également conforme aux projections de la Banque.

La progression de l'agrégat monétaire au sens large M2++ s'est accélérée depuis le début de l'année, s'établissant sur douze mois à près de 9 % en juin (Graphique 10). Cette évolution traduit surtout celle des agrégats étroits et elle est généralement compatible avec la trajectoire de l'inflation qu'implique la croissance de la monnaie au sens étroit.

Les conditions monétaires et les mesures de politique monétaire

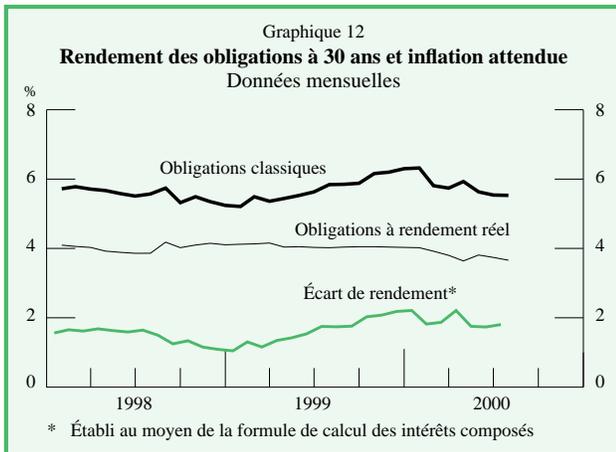
Les craintes que la vigueur de la dépense intérieure et le dynamisme soutenu de la demande extérieure de produits canadiens ne poussent l'appareil de production aux limites de sa capacité ont incité la Banque à relever le taux officiel d'escompte de 50 points de base le 17 mai, peu après la parution de la dernière



livraison du *Rapport* (Graphique 11). Cette mesure, qui a eu pour effet de porter le taux d'escompte à 6 %, faisait suite à une décision du même ordre de la Réserve fédérale des États-Unis. Le geste de celle-ci a mis en lumière la robustesse de l'économie américaine et fait ressortir le risque que les pressions s'exerçant du côté de la demande et de l'inflation dans ce pays ne se propagent au Canada. La Banque a jugé que les taux d'intérêt devaient augmenter pour que la tendance future de l'inflation demeure près du milieu de la fourchette cible de 1 à 3 % et que l'expansion puisse ainsi se poursuivre à un rythme durable.

Les taux en vigueur sur les marchés monétaires nord-américains ont augmenté en raison du tour de vis opéré par les banques centrales.

Les marchés financiers avaient en grande partie prévu le moment et l'amplitude de la hausse du taux d'escompte. Le gros de l'augmentation du taux du papier commercial à 90 jours s'est donc opéré avant l'annonce du relèvement, à mesure que la communauté financière acquérait la conviction que la Banque allait intervenir. Par conséquent, la mesure elle-même a eu peu d'effet sur les taux du marché monétaire. Il en est allé de même sur le marché monétaire américain, où la majeure partie de la hausse des taux a eu lieu avant l'annonce de la Réserve fédérale. Ces derniers temps, les marchés s'attendent moins à de nouvelles majorations des taux directeurs américains d'ici la fin de l'année, compte tenu des signes d'un

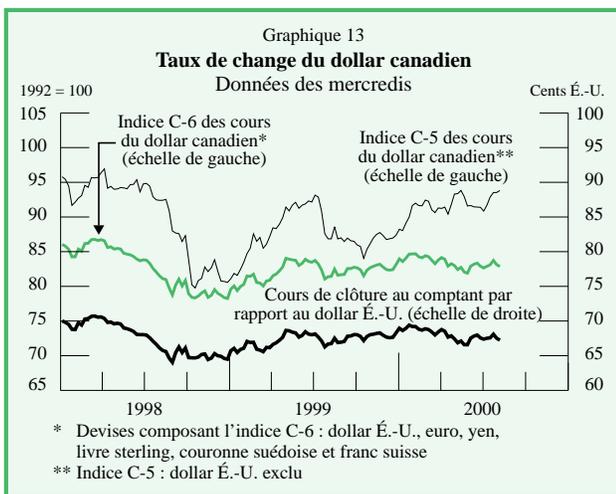


ralentissement possible de l'activité aux États-Unis.

Les rendements des obligations nord-américaines ont fléchi durant les semaines qui ont suivi l'intervention des banques centrales, le resserrement des conditions monétaires réduisant le risque perçu d'une accélération sensible à moyen terme de l'inflation tendancielle (Graphique 12). Ces rendements continuent d'être influencés par le volume relativement faible des émissions d'obligations à long terme du gouvernement. Conjuguée à la demande soutenue des investisseurs, la baisse

de l'offre se traduit par une courbe de rendement inversée pour ces titres.

Depuis la rédaction du *Rapport* de mai, le dollar canadien a varié au gré de l'opinion des marchés financiers au sujet de la robustesse relative de l'expansion économique au Canada et aux États-Unis. Durant cette période, son cours par rapport au billet vert a fluctué entre un creux de 66,04 cents É.-U. et un sommet de 68,36 cents É.-U. (Graphique 13). Il s'est affaibli à la mi-mai, les opérateurs des marchés croyant que la croissance de l'économie canadienne serait inférieure à celle de l'économie américaine. Le dollar canadien s'est raffermi par la suite lorsque sont apparus les premiers signes d'un ralentissement de l'expansion aux États-Unis. Les variations du cours du dollar canadien pondéré en fonction des échanges commerciaux ont été très semblables à celles du cours du dollar canadien vis-à-vis du dollar É.-U. La bonne tenue des facteurs fondamentaux de l'économie canadienne continue de soutenir la monnaie nationale; en effet, la croissance reste vigoureuse et le solde de la balance courante est redevenu excédentaire. L'indice des conditions monétaires de la Banque a oscillé entre - 5,7 et - 4,8 depuis la mi-mai.



Le *Rapport sur la politique monétaire* est publié en mai et en novembre et la *Mise à jour* en août et en février. Pour recevoir des exemplaires de ces publications, veuillez communiquer avec la :

Diffusion des publications
Services de communication
Banque du Canada
Ottawa (Ontario) K1A 0G9
Canada

Téléphone : (613) 782-8248; courriel :
publications@bank-banque-canada.ca; site
Web : <http://www.bank-banque-canada.ca>