

BANQUE DU CANADA

# RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

*– mai 1998 –*

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

*Cette pièce est l'œuvre de John Mardon.*

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

893-49-90-667  
CN ISSN 1201-8783

**R**APPORT SUR LA POLITIQUE  
MONÉTAIRE

- mai 1998 -

« Grâce au bas taux d'inflation et à l'assainissement des finances publiques, notre économie bénéficie maintenant des bases qui devraient lui permettre de se rapprocher de la pleine utilisation de ses capacités de production et d'explorer ce qu'elle est en mesure d'engendrer sur les plans de la croissance durable de la production et de l'emploi et de l'amélioration des niveaux de vie. [...] nous devons imprimer à la politique monétaire une orientation qui permettra à l'économie canadienne d'atteindre sans heurt la pleine utilisation de ses capacités et de continuer de croître à long terme à un rythme non inflationniste, donc soutenable. »

— Gordon Thiessen

*Allocution prononcée devant le  
Canadian Club de Winnipeg  
à Winnipeg, au Manitoba,  
le 25 mars 1998*

# 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> .....	18
<b>4. Les perspectives en matière d'inflation</b> .....	23
La demande et l'offre globales .....	23
Les facteurs temporaires qui influent sur l'inflation .....	27
La maîtrise des coûts .....	27
Les mesures des attentes relatives à l'inflation .....	27
Les indicateurs monétaires .....	29
Les prévisions relatives à l'inflation .....	31
<b>5. Conclusions</b> .....	32
<b>Annexe</b>	
<b>Prolongation de l'application des cibles     de maîtrise de l'inflation</b> .....	33
<b>Bibliographie</b> .....	35

# 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.

## La politique monétaire comme outil

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

## Les cibles

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

## Le suivi de l'inflation

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

## 1. INTRODUCTION

Les cibles de maîtrise de l'inflation au Canada définissent un objectif précis pour la conduite de la politique monétaire à moyen terme. En février 1998, le gouvernement canadien et la Banque du Canada ont décidé d'un commun accord de prolonger jusqu'à la fin de 2001 la période d'application de la fourchette cible de 1 à 3 % arrêtée pour le taux d'augmentation annuelle des prix à la consommation. La Banque a aussi indiqué qu'il n'y aurait aucun changement dans la façon dont la politique monétaire est mise en œuvre depuis l'adoption des cibles (voir l'annexe, à la page 33).

Comme les mesures de politique monétaire n'agissent sur l'inflation qu'avec un certain retard, les décisions que prend la Banque doivent être prospectives. Ces décisions se fondent donc par nécessité sur des projections concernant un avenir incertain, et la Banque doit se tenir prête à réagir aux événements imprévus, tant sur la scène économique que sur la scène financière.

Depuis la publication de la livraison de novembre dernier du *Rapport sur la politique monétaire*, un certain nombre de facteurs inattendus ont obligé la Banque à réévaluer la situation et à réagir. Les événements survenus en Asie et le recul marqué des cours des produits de base, qui ont eu des répercussions importantes sur l'évolution économique et sur les marchés financiers au Canada, n'étaient pas aisément prévisibles. En revanche, la vigueur inattendue de l'économie américaine a contribué à atténuer les conséquences négatives de la crise asiatique. Vers la fin de l'année dernière, l'inflation est tombée temporairement en deçà de 1 % (la limite inférieure de la fourchette visée par la Banque). Par ailleurs, la grève des postes et la grève des enseignants ontariens survenues au quatrième trimestre de 1997, ainsi que la tempête de verglas qui s'est abattue sur l'est du Canada en janvier, ont eu une incidence à court terme notable sur la production et sur la demande.

Durant cette période d'incertitude ponctuée par des reculs temporaires, la Banque a cherché à cerner les facteurs qui influencent le plus durablement l'économie et l'inflation. Elle s'est également employée à tempérer la volatilité que l'incertitude liée aux chocs a fait naître sur les marchés financiers, volatilité qui s'est manifestée principalement par plusieurs baisses abruptes de la valeur externe du dollar canadien. Dans ce contexte, la Banque a relevé les taux d'intérêt à court terme à trois reprises depuis la publication du *Rapport* de novembre dernier, pour un total de 125 points de base. Deux grandes considérations ont motivé ces interventions. Premièrement, l'économie canadienne demeurait fondamentalement

*La période d'application de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 % a été prolongée jusqu'à la fin de 2001.*

*Au cours des six derniers mois, un certain nombre d'événements inattendus ont obligé la Banque à réévaluer la situation et à réagir.*

*La Banque a relevé le taux officiel d'escompte afin de contrecarrer un assouplissement non désiré des conditions monétaires et d'apaiser les marchés financiers.*

*Les données que renferme le présent rapport s'arrêtent au 24 avril 1998.*

dynamique en dépit des répercussions de la crise asiatique, et le repli continu du dollar canadien entraînait un assouplissement non souhaité des conditions monétaires, déjà expansionnistes. Deuxièmement, le fléchissement du taux de change a été si rapide, par moments, qu'il aurait pu miner la confiance des investisseurs à l'égard des titres libellés en dollars canadiens s'il s'était poursuivi.

***L'économie canadienne continue de croître vigoureusement.***

En raison de la situation en Asie, les perspectives économiques à court terme demeurent entachées d'incertitude, et des risques de détérioration subsistent; toutefois, des signes donnent à penser que la stabilité est en train de se rétablir dans la plupart des pays de l'Asie du Sud-Est et en Corée. Tout bien considéré, la Banque est d'avis qu'à la faveur de facteurs tant externes qu'internes l'expansion économique au Canada restera vive tout au long de l'année et pendant les premiers mois de 1999, mais qu'elle sera moins robuste qu'on ne l'avait prévu l'automne dernier. Le présent rapport brosse un tableau détaillé de ces perspectives de croissance et explique leur incidence, sur le plan de la conduite de la politique, pour le maintien de l'inflation à l'intérieur de la fourchette cible.

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

Durant les derniers mois de 1997, l'inflation mesurée par l'indice de référence (IPC hors alimentation, énergie et effet des impôts indirects) est tombée temporairement sous la limite inférieure de la fourchette cible de 1 à 3 % visée par la Banque. Dans l'ensemble, toutefois, elle n'a que légèrement baissé au cours des six derniers mois. L'intensification de la concurrence dans le secteur du commerce de détail a contribué à cette baisse.

### L'inflation et la fourchette cible

Le taux d'accroissement sur douze mois de l'indice de référence est passé de 1,5 % en septembre dernier à 1,2 % en mars (Graphique 1). Ce fléchissement n'avait pas été prévu dans le *Rapport* de novembre dernier.

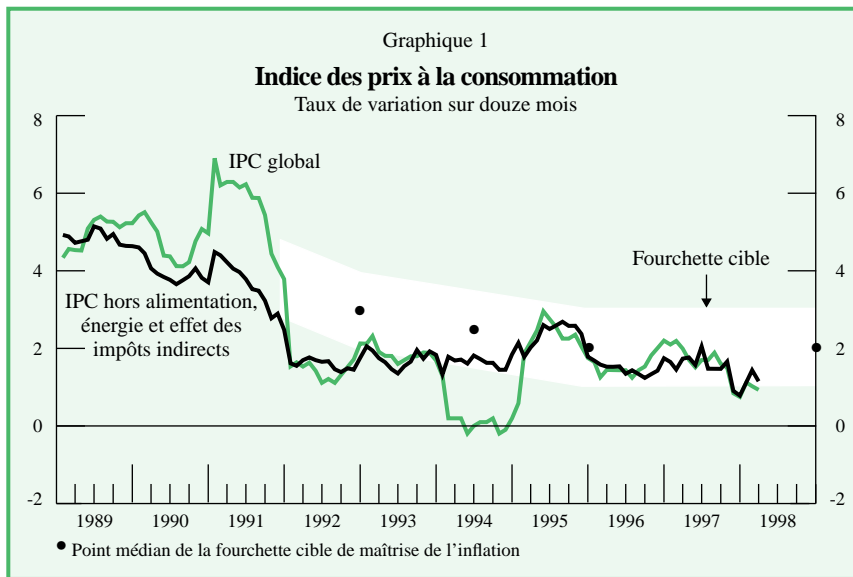
Nous avons alors signalé que les détaillants cherchaient à redresser leurs marges bénéficiaires en haussant les prix. En fait, pour conserver ou élargir leur part de marché face à l'augmentation de la concurrence, ceux-ci ont plutôt étendu les rabais consentis. Il semble subsister dans ce secteur une marge importante de capacités inutilisées, qui devrait prendre un certain temps à se résorber. Les dépréciations des monnaies de certains pays asiatiques ont également eu pour effet d'aviver la concurrence, par-

***L'inflation mesurée par l'indice de référence a été légèrement plus faible que prévu dans le dernier rapport...***

***... en raison notamment de l'intensification de la concurrence dans le secteur du commerce de détail.***



ticulièrement dans l'industrie automobile. Fait plus significatif encore, les capacités de production excédentaires dans l'économie ont continué d'exercer des pressions à la baisse sur l'inflation. Le principal facteur agissant dans le sens d'une hausse des prix semble être le taux d'inflation attendu, qui avoisine toujours les 2 %, soit le point médian de la fourchette.

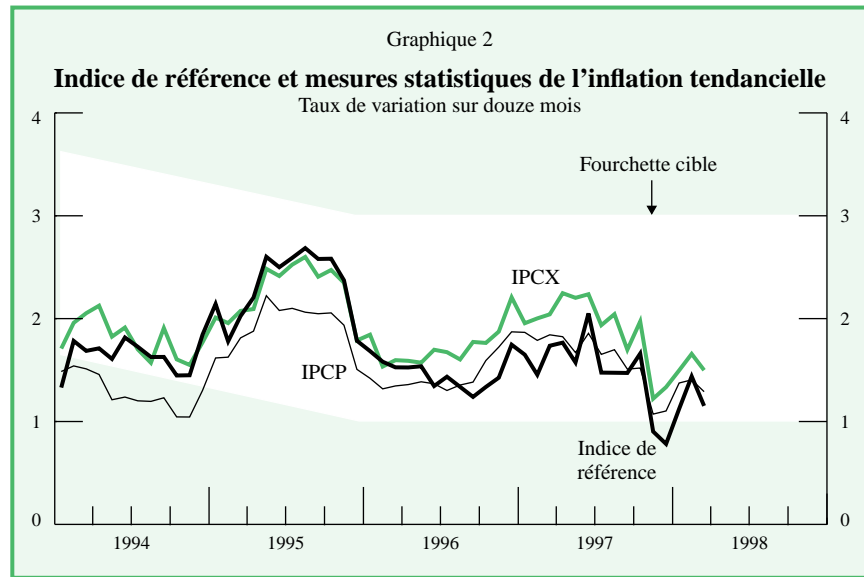


Le fait que l'inflation mesurée par l'indice de référence a glissé brièvement sous la fourchette cible en novembre et en décembre tenait à des facteurs transitoires, dont l'augmentation des rabais accordés par les fabricants d'automobiles, les soldes exceptionnels de vêtements, les promotions liées à l'introduction de nouveaux canaux de télévision distribués par câble et l'application hâtive de la réduction saisonnière des tarifs hôteliers.

Les niveaux de deux autres mesures statistiques de l'inflation tendancielle (IPCX et IPCP) sont actuellement très comparables à celui de l'inflation mesurée par l'indice de référence (Graphique 2)<sup>1</sup>.

*Des facteurs transitoires ont brièvement fait tomber l'inflation mesurée par l'indice de référence en deçà de la fourchette cible.*

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 la pondération de chacune des composantes dans le 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 dans la livraison de novembre 1997 du *Rapport*.

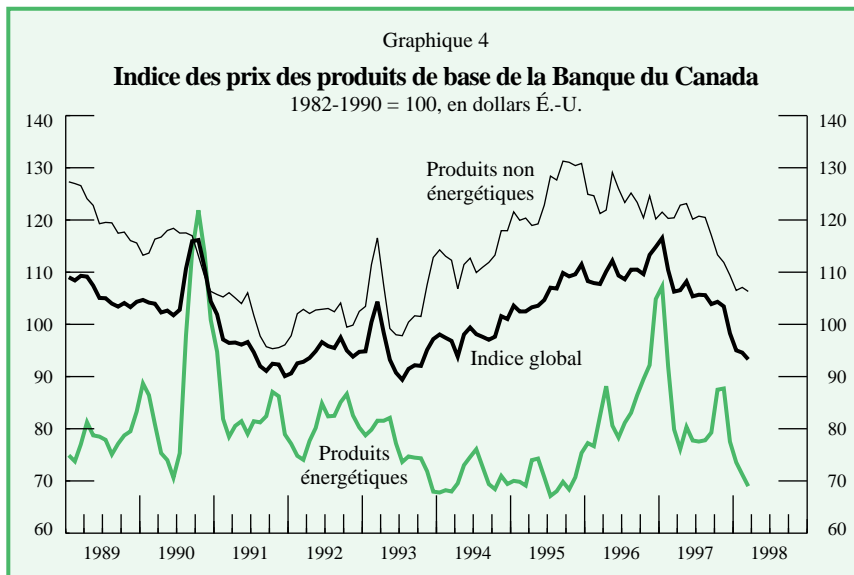
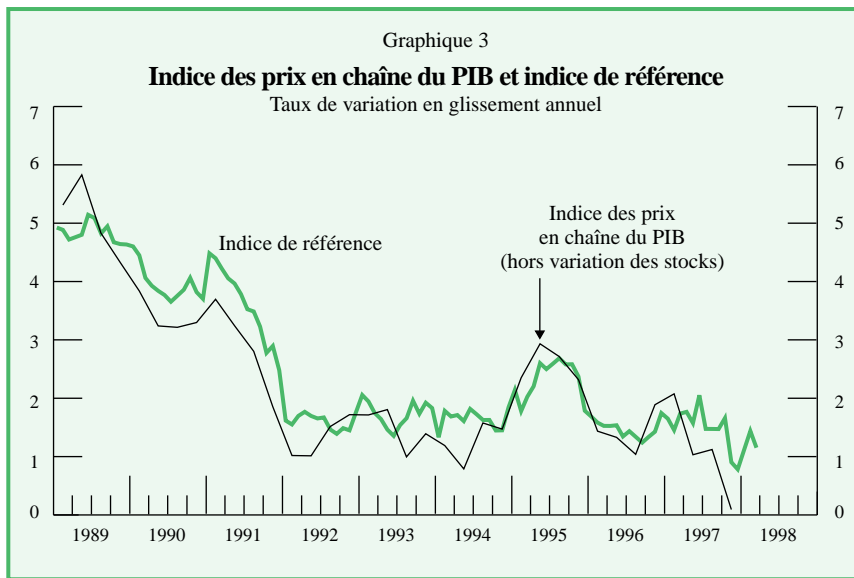


**La baisse des prix de l'énergie a aussi contribué au recul de l'inflation mesurée par l'IPC global.**

**Les grandes mesures de l'inflation ont également fléchi, en partie sous l'effet d'un repli des cours des produits de base.**

La croissance sur douze mois de l'IPC global a été de 0,9 % en mars 1998, contre 1,6 % en septembre 1997. Ce recul est dû principalement à une chute des prix de l'énergie attribuable à un fléchissement des cours du pétrole brut.

Les grandes mesures de l'inflation se sont aussi sensiblement repliées depuis la dernière livraison du *Rapport*. Alors qu'il avait affiché un taux d'accroissement de 1,0 % en glissement annuel au deuxième trimestre de 1997, l'indice des prix en chaîne du PIB – une mesure des variations des prix dont les poids varient en fonction de la composition de la dépense – n'avait pas augmenté à la fin de l'année par rapport à son niveau de l'année précédente (Graphique 3). En plus d'être influencées par les facteurs qui ont entraîné le recul de l'inflation mesurée par l'IPC global, les grandes mesures, qui comprennent les prix des produits exportés, se sont aussi ressenties directement du repli considérable des cours des produits de base exportés (Graphique 4 et Note technique 1).



Du côté du secteur manufacturier, l'Indice des prix des produits industriels a enregistré une hausse relativement modeste par rapport à l'année précédente (Graphique 5). Cette hausse résulte principalement de l'incidence de la dépréciation du dollar canadien sur les prix à l'exportation, généralement négociés en dollars américains, de biens comme les véhicules automobiles et de nombreux produits manufacturés.

## Note technique 1

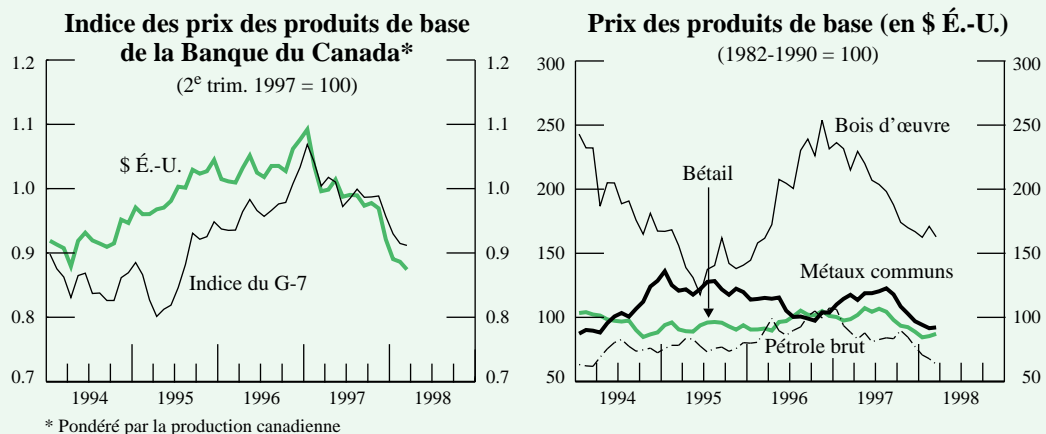
## L'évolution récente des prix des produits de base

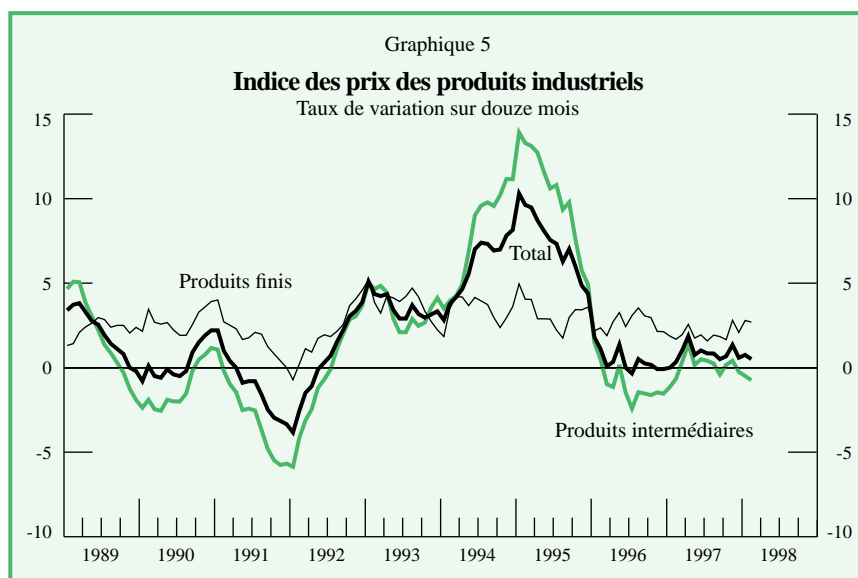
L'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada (en dollars É.-U.) a diminué d'environ 12 % entre le second trimestre de 1997 et le premier trimestre de 1998. Cette baisse traduit en partie la vigueur du dollar américain par rapport aux devises des autres pays industriels. Exprimé par rapport aux monnaies du Groupe des Sept (G-7), l'indice a accusé un repli d'environ 8 % au cours de la même période. Le recul des prix a été particulièrement marqué dans le cas des métaux communs, du bois d'œuvre, du bétail et du pétrole brut.

Les prix des produits de base se sont repliés sous l'effet conjugué des facteurs de demande et d'offre. Les réductions (effectives et attendues) de la demande mondiale, liées surtout à l'évolution enregistrée en Asie, ont fait baisser les prix d'un grand nombre de produits de base, y compris les métaux communs. L'offre excédentaire des métaux a été accentuée par la mise en service de nouvelles mines et par un accroissement de la production dans certains pays tels que la Russie (nickel), le Chili (cuivre) et la Chine (zinc). Bien que la demande de logements reste ferme aux États-Unis, l'atonie continue du marché du logement au Japon et l'augmentation de l'offre de bois d'œuvre aux États-Unis ont contribué à une forte baisse des prix de ce produit au cours de 1997 et au premier trimestre de 1998. Les prix du bétail, en particulier ceux du porc, ont également faibli, par suite d'une hausse de l'offre à l'échelle mondiale et d'un recul de la demande dans les pays d'Asie.

Le prix du pétrole brut a fléchi à la suite de l'accroissement de l'offre en provenance des pays membres et non membres de l'OPEP, du repli de la demande en Asie et du faible niveau de la demande en Amérique du Nord attribuable à la clémence du temps. Il a chuté de 20 % au premier trimestre de 1998, les tensions s'étant dissipées au Moyen-Orient et les Nations Unies ayant annoncé l'intention d'autoriser l'Irak à augmenter ses exportations dans le cadre du programme « pétrole contre nourriture ». À la fin du premier trimestre, les prix se sont redressés après que les pays de l'OPEP et d'autres gros producteurs eurent annoncé qu'ils allaient réduire leur production durant le reste de l'année.

L'ampleur de la baisse que les prix des produits de base ont connue est difficile à expliquer exclusivement à l'aide de facteurs fondamentaux de demande et d'offre, compte tenu surtout de la vigueur persistante de la demande aux États-Unis, en Europe et en Amérique latine. Les prix semblent avoir baissé hors de proportion, ce qui s'explique peut-être par une réaction excessive à l'évolution enregistrée en Asie. Par conséquent, la Banque prévoit une remontée graduelle des prix des produits de base au second semestre de 1998 à des niveaux conformes aux facteurs économiques fondamentaux. L'évolution de la situation économique en Asie déterminera en partie la rapidité avec laquelle se fera ce redressement.





## Les facteurs qui influent sur l'inflation

### La demande et l'offre globales

Comme on s'y attendait, l'économie canadienne a connu une vive expansion en 1997, le PIB réel s'étant accru de 4,2 % (d'un quatrième trimestre sur l'autre). Cette progression a continué d'être alimentée par les conditions monétaires expansionnistes et par la croissance vigoureuse de l'économie américaine. Par ailleurs, elle s'est accompagnée de gains marqués au chapitre de l'emploi. L'expansion est demeurée fondamentalement robuste au second semestre de 1997, mais deux importantes grèves, soit celle des postiers et celle des enseignants ontariens, ont retranché environ un demi-point de pourcentage du taux d'accroissement du PIB, qui s'est chiffré à 3,5 %.

Plusieurs facteurs temporaires ont influencé le rythme de l'activité au premier trimestre de 1998. On estime que la reprise consécutive à la résolution des conflits de travail du dernier trimestre de 1997 a stimulé la croissance. En revanche, la tempête de verglas qui s'est abattue sur l'est du pays en janvier, et dont l'incidence sur le taux de variation mensuel de l'activité a été notable, aurait ralenti la progression du PIB réel au premier trimestre de 0,2 point de pourcentage environ, repli qui devrait, en définitive, être amplement contrebalancé par les efforts de reconstruction. Parallèlement, les retombées de la crise asiatique et la baisse des cours des produits de base ont commencé à avoir un effet modérateur sur la croissance. Tout compte fait, l'économie a crû,

*La vigueur qu'a affichée l'expansion économique l'an dernier était sensiblement conforme aux attentes.*

***La robustesse de l'économie américaine a continué d'alimenter la vive croissance des exportations.***

***Les dépenses d'investissement des entreprises ont continué d'augmenter.***

***Le bas niveau des taux d'intérêt et l'amélioration de l'emploi ont contribué à la nouvelle progression des dépenses des ménages.***

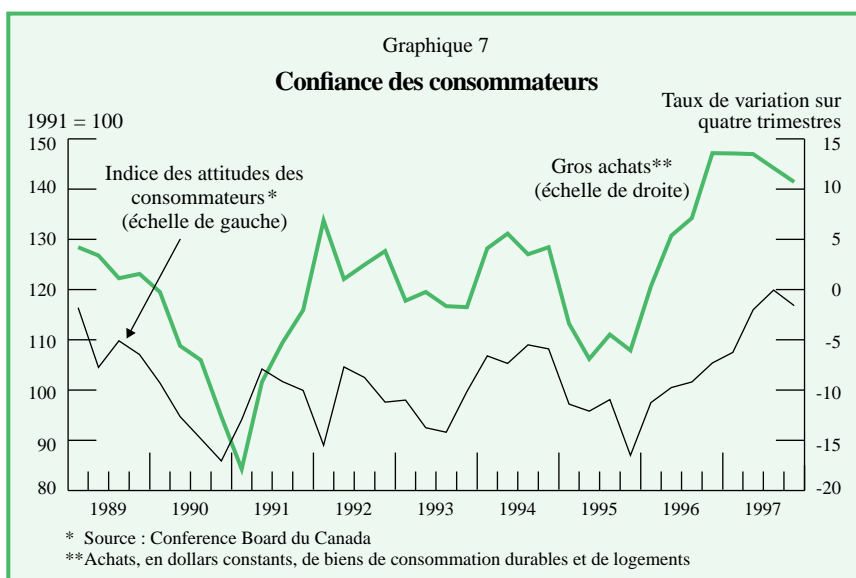
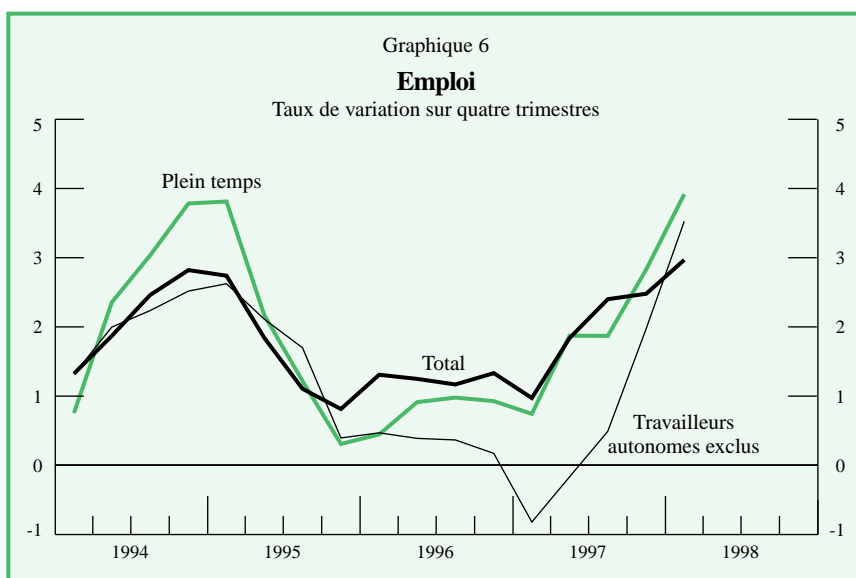
selon les estimations, à un rythme de 3 à 3 1/2 % environ (en chiffres annuels) au premier trimestre de 1998.

Le volume des exportations a connu un essor au deuxième semestre de 1997, en partie à la faveur du dynamisme de la demande américaine de machines et de matériel ainsi que de biens de consommation durables. Les exportations de produits de base non énergétiques se sont aussi fortement accrues malgré un glissement des prix, sauf dans le cas du bois d'œuvre dont les exportations ont reculé sensiblement en raison de la baisse prononcée de la construction domiciliaire au Japon. Globalement, les exportations vers le Japon et d'autres pays asiatiques ont fléchi au cours de cette période, mais elles ne représentent que 8 % environ de l'ensemble des expéditions de marchandises canadiennes vers l'étranger.

Pendant la seconde moitié de l'année, les entreprises ont continué d'accroître de façon substantielle leurs dépenses d'investissement, particulièrement en machines et en matériel.

Elles ont aussi augmenté leurs investissements en stocks de produits non agricoles, la forte poussée des ventes se poursuivant pendant cette période. Des déséquilibres sont apparus de temps à autre dans les niveaux des stocks de certains segments du commerce de détail, notamment les concessionnaires de véhicules automobiles et les grands magasins. À la fin de l'année, les stocks paraissaient toujours trop élevés dans certains compartiments de ce secteur (les grands magasins notamment).

Les dépenses des ménages ont poursuivi leur vigoureuse montée au second semestre de 1997, mais à un rythme légèrement moins rapide qu'au premier. Les dépenses de consommation en biens durables, en particulier les véhicules automobiles, ont enregistré une croissance marquée à la faveur du bas niveau des taux d'intérêt, de la demande refoulée et des gains sensibles que continue d'enregistrer l'emploi. L'amélioration très importante observée au chapitre de la création d'emplois à plein temps et de l'embauche par les entreprises (par opposition au travail autonome) a alimenté la confiance des consommateurs, qui est demeurée élevée (Graphiques 6 et 7). Il semble toutefois que des consommateurs aient avancé à la fin de 1997 l'achat de véhicules automobiles qu'ils auraient normalement effectué au premier trimestre de 1998 afin de tirer parti des modalités de financement avantageuses et des rabais offerts par les fabricants nord-américains. La croissance des dépenses des ménages en articles autres que les biens durables s'est ralentie quelque peu, ce qui est en partie imputable à l'effet que les arrêts de travail ont eu sur les revenus.



L'essor des importations s'est poursuivi au cours des six derniers mois de 1997. Celui-ci a été particulièrement prononcé, car la croissance de la dépense intérieure a été alimentée principalement par les achats de machines et de matériel ainsi que de véhicules automobiles, dont une large proportion est importée. En outre, beaucoup des produits hautement manufacturés que nous exportons ont une très forte teneur en importations. Les monnaies des pays asiatiques se dépréciant, les biens importés de ces pays, qui comptent pour environ 12 % du total des importations canadiennes de marchandises, ont augmenté davantage que l'ensemble des importations.

*L'essor substantiel de la demande intérieure explique la hausse importante des importations...*

*... et, conjugué au repli des prix des produits de base, a contribué à une nouvelle détérioration du déficit de la balance courante du Canada.*

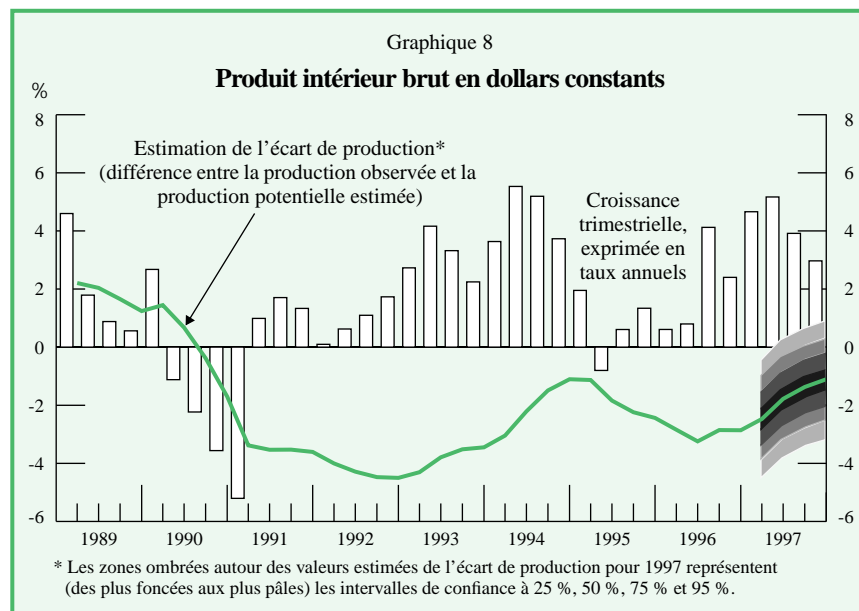
*La dépense des ménages a été le moteur de la croissance au premier trimestre de 1998.*

*La marge de capacités inutilisées continue de se rétrécir...*

En fin d'année, le solde de la balance courante s'était à nouveau creusé pour se situer à près de 3 % par rapport au PIB (Note technique 2), les importations s'étant accrues plus vigoureusement que les exportations et les prix des produits de base ayant fléchi.

La résolution des deux grands conflits de travail a fortement relancé les dépenses des ménages en articles autres que les véhicules automobiles et les produits énergétiques au premier trimestre de 1998. Les dépenses de consommation ont également été stimulées par les solides gains que l'emploi dans le secteur privé a continué d'enregistrer. Dans l'ensemble, le rythme tendanciel de l'expansion s'est toutefois un peu modéré. La croissance des exportations a marqué le pas comparativement au deuxième semestre de l'année dernière par suite de la diminution des expéditions de produits de base énergétiques et du ralentissement des exportations de produits automobiles. L'accroissement des investissements des entreprises s'est quelque peu essoufflé par rapport à la cadence rapide observée en 1997. Les importations, quant à elles, sont demeurées inchangées, la demande de produits énergétiques s'étant amenuisée en raison du temps relativement doux que nous avons connu cet hiver et les achats de véhicules automobiles ayant reculé.

Comme le taux de croissance de la dépense globale a de nouveau dépassé celui de la production potentielle au cours du dernier semestre de 1997 et au début de 1998, la marge de capacités inutilisées a continué de se rétrécir. La Banque estime que l'écart de production était tombé à environ 1 1/4 % à la fin de 1997, contre 1 3/4 % au milieu de l'année (Graphique 8).





Note technique 2

**La balance des paiements courants du Canada**

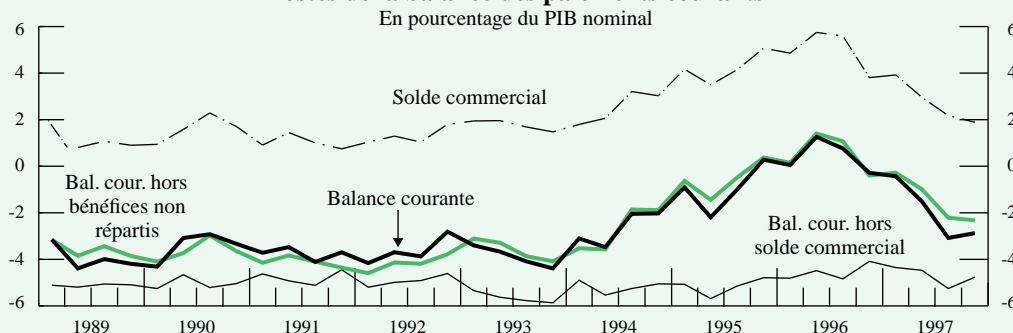
Le déficit de la balance courante du Canada s'est creusé d'environ 2,5 % par rapport au PIB durant 1997. Cette évolution est due à plusieurs facteurs, à savoir la croissance robuste de la demande intérieure, le déplacement de celle-ci vers les biens à forte teneur en importations, la baisse des prix des produits de base, la forte augmentation des bénéfices non répartis des sociétés à capital étranger installées au Canada (qui sont comptabilisés comme des paiements faits aux non-résidents) et le recul des exportations nettes vers l'Asie. Une détérioration de la compétitivité canadienne n'y est pour rien puisque, à la faveur du repli du dollar canadien et de la baisse des coûts unitaires de main-d'œuvre en monnaie nationale, nos coûts de production ont diminué de façon marquée durant l'année par rapport à ceux de nos principaux partenaires commerciaux.

L'augmentation du déficit de la balance courante reflète surtout une réduction sensible de l'excédent commercial. Les termes de l'échange des biens (calculés au moyen de pondérations fixes) ont reculé de 3 % durant l'année en raison surtout d'une chute des prix des produits de base dont le Canada est un exportateur net. Le volume des exportations a vivement progressé, grâce à la croissance vigoureuse de la demande globale aux États-Unis et à notre position concurrentielle favorable. Toutefois, les importations en volume se sont accrues à un rythme encore plus rapide que les exportations, largement sous l'effet d'une forte hausse de la demande intérieure de machines et de matériel et de biens de consommation durables.

Au chapitre des revenus de placements, la progression sensible des bénéfices non répartis des entreprises à capital étranger établies au Canada traduit une nette amélioration des marges bénéficiaires et un accroissement des dépenses d'investissement. Grâce notamment au refinancement de la dette à des taux d'intérêt inférieurs, l'augmentation que les paiements d'intérêts nets sur les investissements de portefeuille ont enregistrée au dernier trimestre de 1997 par rapport à celui de 1996 est demeurée modeste.

En raison des nombreuses influences qu'il subit, le solde de la balance courante est une variable très difficile à prévoir. Certains facteurs devraient cependant entraîner une diminution de son déficit en 1998 : la demande devrait se détourner des biens à forte teneur en importations, les cours des produits de base devraient remonter et la position concurrentielle des entreprises canadiennes devrait favoriser une nouvelle progression du volume net des exportations. De plus, la mise en service de nouvelles capacités devrait donner un élan aux exportations de certaines catégories de biens comme le gaz naturel. Enfin, le refinancement de la dette à long terme à des taux d'intérêt plus bas continuera de contribuer à limiter les sorties de fonds au titre des revenus de placement nets.

**Postes de la balance des paiements courants**



*... mais il subsiste beaucoup d'incertitude quant à l'ampleur de l'écart de production.*

*Les hausses salariales ont été modérées au second semestre de 1997...*

*... et la productivité s'est améliorée, de sorte que les coûts unitaires de main-d'œuvre ont baissé.*

La mesure de l'écart de production est très imprécise. Il est toutefois utile aux fins de la politique monétaire de se doter d'estimations ponctuelles de sa valeur la plus probable. Ces estimations sont révisées à mesure que de nouvelles données deviennent disponibles.

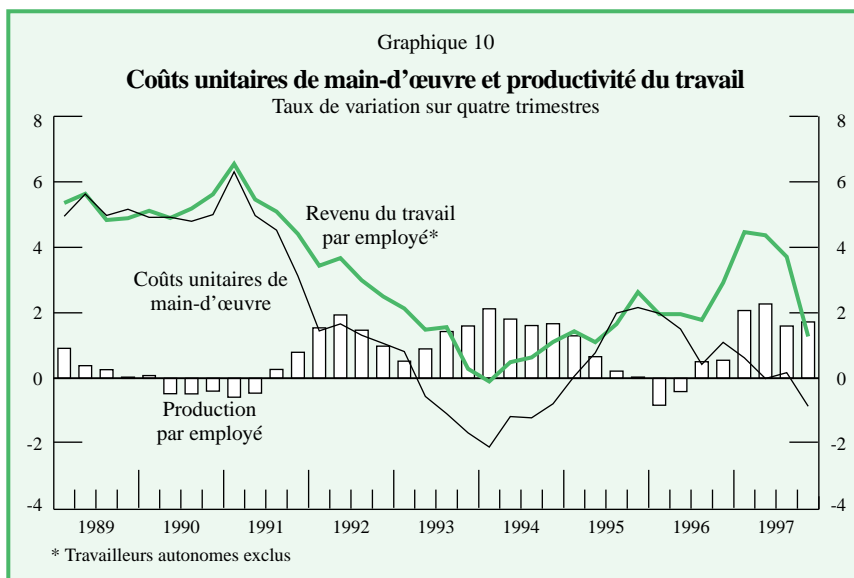
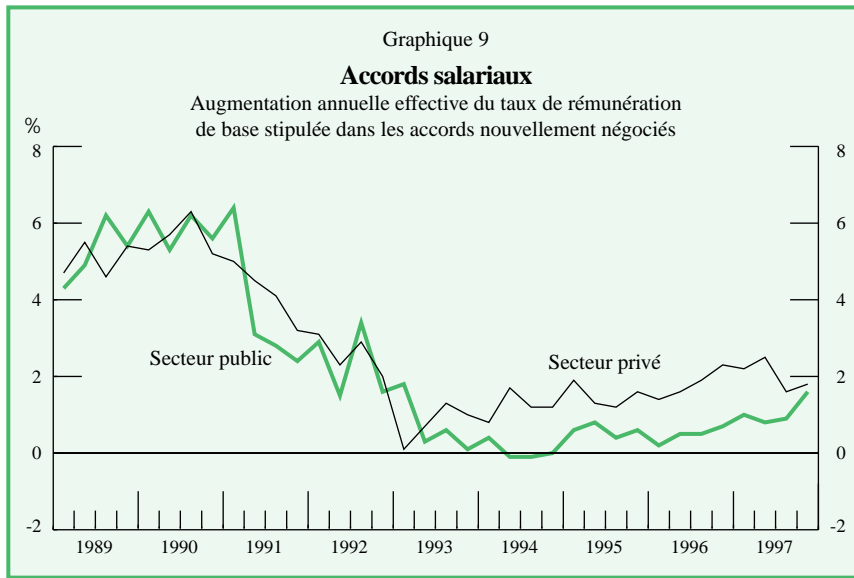
### La maîtrise des coûts

Les hausses salariales sont restées modérées au second semestre de 1997. Les augmentations annuelles accordées aux employés syndiqués se sont établies à 1,7 % en moyenne dans le secteur privé, contre 2,4 % au premier semestre (Graphique 9)<sup>2</sup>. Elles se sont inscrites en hausse dans le secteur public, se chiffrant en moyenne à 1,4 % au cours de la période. Selon l'enquête sur la rémunération du Conference Board du Canada, l'augmentation salariale moyenne accordée aux employés non syndiqués a été de 2,6 % en 1997. On estime donc que la hausse tendancielle des salaires dans l'ensemble de l'économie a été en moyenne de près de 2 % sur douze mois. Ces chiffres sont confirmés par de nouvelles données sur les salaires compilées par Statistique Canada. Celles-ci révèlent notamment qu'au premier trimestre de 1998 le taux moyen de rémunération horaire (heures supplémentaires non comprises) s'est accru, par rapport à l'année précédente, de 1,5 % pour l'ensemble des employés permanents et de 2,4 % pour les employés permanents à plein temps.

L'amélioration de la productivité s'est intensifiée l'an dernier, en raison notamment de la reprise cyclique de la production<sup>3</sup>. En conséquence, les coûts unitaires de main-d'œuvre étaient en baisse à la fin de l'année (Graphique 10). La progression du revenu du travail par employé avait été étonnamment vive au début de 1997, les primes versées ayant été plus élevées qu'à l'habitude, ce qui s'explique en partie par les gains de productivité.

2. La réduction du taux d'augmentation moyen consenti dans le secteur privé au deuxième semestre de 1997 est attribuable surtout au fait qu'une proportion beaucoup plus forte des accords négociés concernait le secteur tertiaire. Les hausses salariales octroyées dans ce secteur sont inférieures depuis quelque temps à celles accordées dans le secteur de la production de biens.

3. Nous avons retenu ici la production par employé comme mesure de la productivité parce que la volatilité des récentes données sur la semaine moyenne de travail risquerait de fausser la tendance fondamentale de la productivité mesurée par la production par heure-personne.



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

*La Banque ajuste les conditions monétaires en fonction de la cible de maîtrise de l'inflation qu'elle vise.*

*La Banque ne recherche pas pour le niveau des conditions monétaires un chiffre donné, mais plutôt une fourchette d'évolution qu'elle juge satisfaisante...*

*... et dont le niveau peut varier au gré des nouveaux renseignements obtenus.*

*Plusieurs facteurs, dont la crise asiatique, ont influencé les conditions monétaires souhaitées.*

La Banque cherche à ce que les conditions monétaires suivent une trajectoire qui amènera au fil du temps le taux de l'inflation tendancielle vers le centre de la fourchette cible. Pour déterminer cette trajectoire, la Banque se fonde sur diverses sources d'information au sujet des facteurs qui influenceront la tendance de l'inflation et dont le plus important est l'évolution attendue du niveau de la demande globale par rapport à l'offre potentielle de l'économie. Comme l'évolution future de ces variables est incertaine, la Banque ne recherche pas pour le niveau des conditions monétaires un chiffre donné, mais plutôt une fourchette d'évolution qu'elle juge satisfaisante. La trajectoire des conditions monétaires souhaitée peut varier au gré des nouveaux renseignements obtenus et des perceptions quant au profil d'évolution probable de la dépense et à ses répercussions sur l'inflation future. Il peut être très difficile de cerner l'incidence de chocs d'origine externe ou interne sur l'économie canadienne. C'est pourquoi la Banque a parfois intérêt à attendre d'en savoir plus avant d'arrêter une nouvelle trajectoire pour les conditions monétaires. Il arrive donc que celles-ci affichent entre-temps des fluctuations d'assez forte amplitude sans que la Banque ne réagisse.

Dans la livraison de novembre dernier du *Rapport*, la Banque a attiré l'attention sur la résorption anticipée de l'écart de production au cours des prochains trimestres et sur la nécessité implicite qu'il y a de modérer, à moyen terme, l'essor donné à l'économie par les conditions monétaires. Elle y a également fait état de l'évolution de la situation en Asie et indiqué qu'il faudrait suivre de près les effets que celle-ci pourrait avoir sur l'économie canadienne.

La crise en Asie du Sud-Est s'étant envenimée et propagée à la Corée (Note technique 3), les marchés financiers et les observateurs ont eu tendance à envisager le pire. En raison du pessimisme quant à l'incidence de la crise asiatique sur les marchés des produits de base et sur l'économie canadienne et de la ruée vers les actifs libellés en dollars É.-U. observée à l'échelle mondiale, l'attrait relatif des actifs en dollars canadiens a diminué. Cet état de choses a été aggravé par des épisodes de nervosité tenant à l'évolution politique au Québec. Qui plus est, les marchés ne savaient pas avec certitude comment les autorités monétaires allaient réagir à ces nombreux événements. Tous ces facteurs ont rendu les marchés financiers canadiens volatils et provoqué à plusieurs reprises de fortes pressions à la baisse sur le dollar canadien. Pour la Banque, la dépréciation de notre monnaie qui en a résulté constituait un assouplissement inopportun des conditions monétaires. Certains facteurs positifs importants pour l'économie

### Note technique 3

#### La crise asiatique

La tourmente qui a secoué les économies d'Asie peut s'expliquer en grande partie par des faiblesses structurelles fondamentales et par l'apparition d'importants déséquilibres d'ordre macroéconomique et financier. Les cinq pays les plus durement touchés sont la Corée, l'Indonésie, la Malaisie, les Philippines et la Thaïlande. Depuis la mi-1997, le cours de la monnaie indonésienne a dégringolé d'environ 70 % par rapport au dollar américain, tandis que les monnaies des autres pays touchés ont perdu de 30 à 35 % de leur valeur. Les cours boursiers sur les marchés asiatiques ont reculé de 20 % ou plus (en monnaie locale) durant cette période. Après avoir connu plusieurs années de croissance très rapide, l'activité économique dans cette région du globe devrait nettement ralentir en 1998. À plus long terme, si des mesures sont prises afin de renforcer le secteur financier, d'améliorer la conduite des affaires et d'accroître le rôle des forces du marché, ces économies devraient à nouveau se classer parmi celles qui croissent le plus rapidement au monde.

La crise asiatique aura des répercussions diverses sur les économies des pays industrialisés. Ainsi, la baisse de régime des économies d'Asie et la dépréciation des cours de leurs monnaies se traduiront par une réduction de leur demande d'importations. En outre, l'amélioration de la position concurrentielle des exportateurs asiatiques entraînera probablement une substitution des biens fabriqués en Asie aux biens produits dans le monde industrialisé. La crise contribue aussi au fléchissement des prix mondiaux des produits de base, les pays d'Asie réduisant leur demande d'importations tout en augmentant leur production intérieure. La baisse des prix de ces produits provoquera à son tour un recul de l'inflation tendancielle observée et attendue partout dans le monde.

Dans la dernière livraison des *Perspectives de l'économie mondiale*, le FMI prévoit pour 1998 un taux de croissance inférieur de 1,2 point de pourcentage à celui qui avait été avancé en septembre 1997 pour l'ensemble de l'économie mondiale. Les révisions à la baisse les plus importantes concernent le Japon et les économies d'Asie nouvellement industrialisées. Les retombées négatives de la crise asiatique seront compensées en partie par des facteurs favorables, par exemple l'essor soutenu de l'économie américaine. On s'attend à ce que la croissance dans les pays du Groupe des Sept (G-7) pour l'année 1998 ne soit inférieure que de 0,2 point de pourcentage à celle qui avait été prévue avant la crise asiatique.

#### Prévisions relatives à la croissance du PIB réel pour 1998

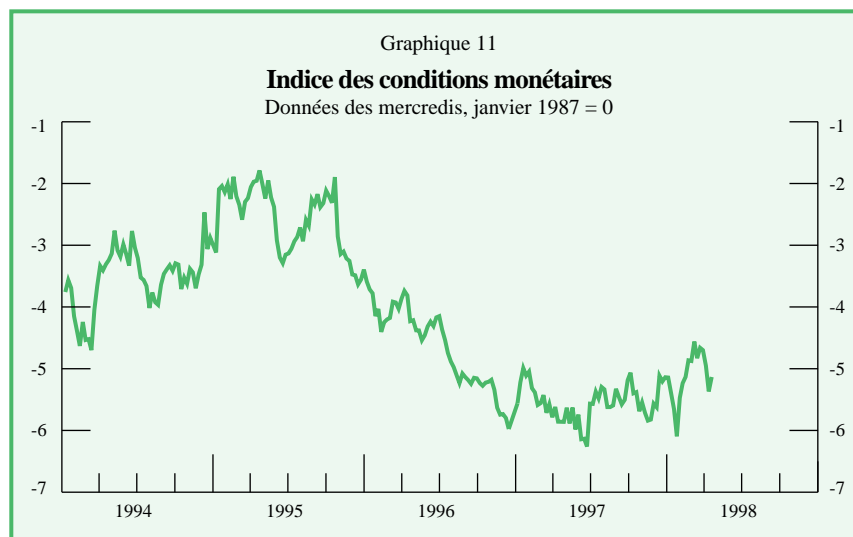
	Prévisions de septembre 1997	Prévisions d'avril 1998
États-Unis	2,6	2,9
Japon	2,1	0,0
Allemagne	2,8	2,5
Pays du Groupe des Sept	2,5	2,3
Économies d'Asie nouvellement industrialisées*	6,0	1,8
Économies d'Asie en développement**	7,4	4,4
Monde	4,3	3,1

Source : *Perspectives de l'économie mondiale* (FMI), octobre 1997 et mai 1998  
 \*Hong Kong, Corée, Singapour et Taïwan  
 \*\*Asie, sans le Japon et les économies nouvellement industrialisées

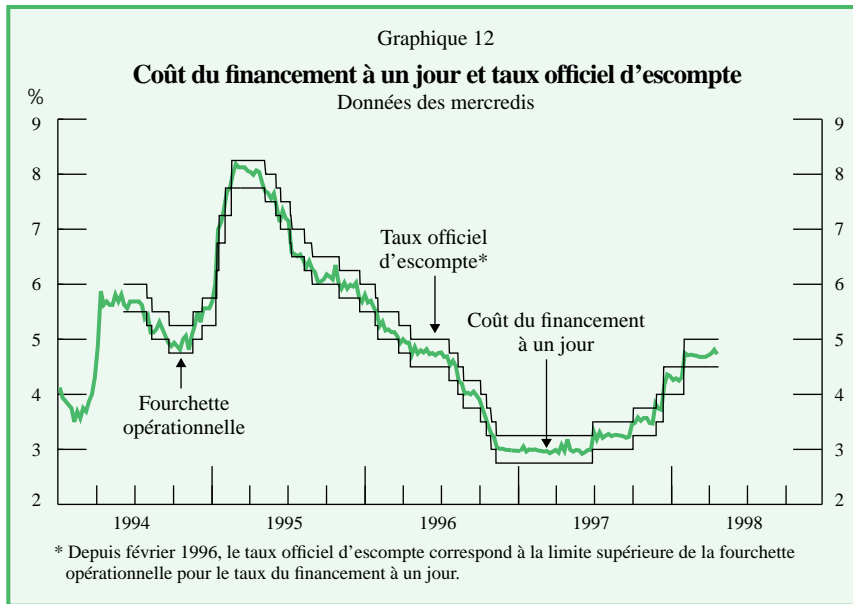
canadienne semblent n'avoir pas été pris en considération par les marchés, en particulier la vigueur persistante de l'économie américaine, ainsi que les fortes baisses des taux d'intérêt à moyen et à long terme. La Banque a donc été amenée à relever à trois occasions le taux officiel d'escompte, qui a augmenté de 125 points de base au total. Ces relèvements visaient à la fois à contrer l'assouplissement non souhaité des conditions monétaires et à prévenir une éventuelle perte de confiance dans les avoirs libellés en dollars canadiens.

*Les conditions monétaires ont accusé des fluctuations de grande amplitude et ont été en moyenne légèrement moins expansionnistes au cours de la période.*

Les facteurs à l'œuvre expliquent la volatilité considérable des conditions monétaires au cours des six derniers mois, volatilité dont témoignent les fluctuations relativement importantes qu'a affichées l'indice des conditions monétaires (ICM) de la Banque (Graphique 11). Vers la fin de janvier, il a touché un creux de -6,2. Depuis, il a varié entre -4,5 et -5,5, ce qui signifie que, par suite de l'augmentation des taux d'intérêt à court terme, les conditions monétaires ont été un peu moins souples que pendant la majeure partie de 1997; elles avaient été en effet très expansionnistes durant cette période, l'indice oscillant entre -5,0 et -6,0.

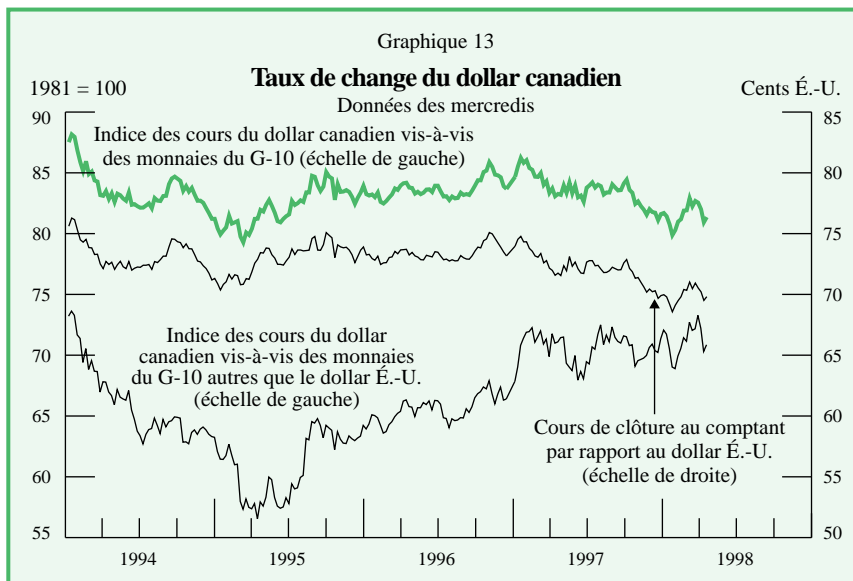


Les trois relèvements effectués ont porté le taux officiel d'escompte de 3,75 à 5 % (Graphique 12). La première hausse, de 25 points de base, est survenue le 25 novembre et elle a été suivie de deux relèvements de 50 points de base chacun le 12 décembre et le 30 janvier. Les taux de rendement à court terme ont augmenté au même rythme. Les taux à court terme n'ayant guère varié aux États-Unis, l'écart entre les taux canadiens à trois mois et leurs pendants américains a diminué, mais les taux à court terme pratiqués au Canada restent inférieurs de quelque 60 à 70 points de base aux taux américains.



Par suite de la montée des taux d'intérêt, le dollar canadien s'est redressé par rapport au creux record de 68,10 cents É.-U. atteint le 29 janvier (Graphique 13). Il a néanmoins perdu 1 1/2 % environ sur l'ensemble du dernier semestre par rapport au dollar É.-U. La vigueur persistante de la devise américaine comparativement à toutes les grandes monnaies au cours de la période s'explique par le dynamisme de l'économie des États-Unis et reflète également le déplacement des capitaux vers le marché des actifs financiers les plus liquides au monde, en réaction à la tourmente qui secouait les économies asiatiques. Par conséquent, le dollar canadien s'est moins déprécié par rapport à l'ensemble des

*Le dollar canadien a affiché un comportement contrasté au cours des six derniers mois; il s'est déprécié par rapport au dollar É.-U., mais s'est apprécié vis-à-vis des monnaies des pays d'outre-mer.*



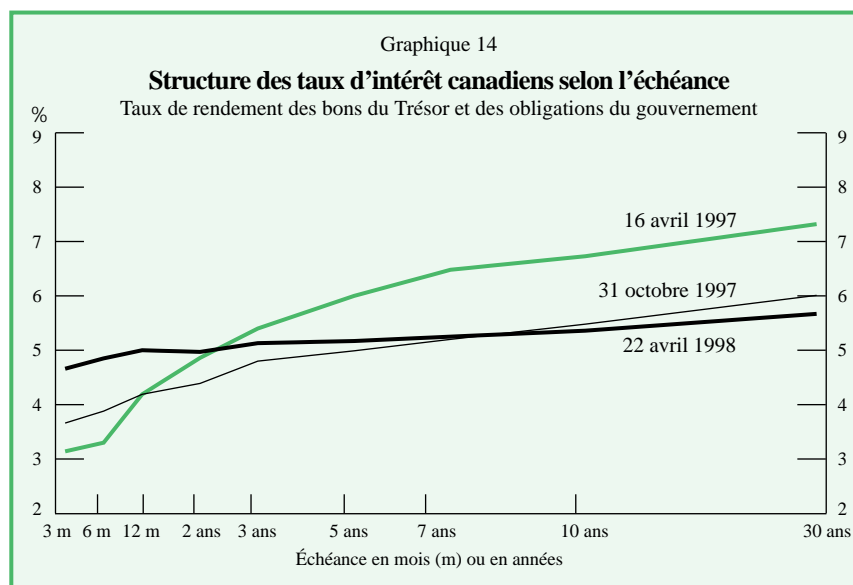
*Les taux d'intérêt à long terme ont poursuivi leur mouvement à la baisse...*

*... et la réduction des primes de risque stimule fortement l'activité économique.*

monnaies des pays du Groupe des Dix que vis-à-vis du dollar É.-U. pris séparément<sup>4</sup>.

Les marchés obligataires d'un grand nombre de pays du Groupe des Dix, dont le Canada, ont connu une grande vigueur attribuable, d'une part, à l'amélioration des perspectives en matière d'inflation et, d'autre part, aux sorties de capitaux d'Asie. Malgré la hausse des taux d'intérêt à court terme pratiqués au Canada, les taux de rendement des obligations canadiennes ont touché de nouveaux creux. De plus, l'écart entre les taux à long terme canadiens et leurs pendants américains est demeuré négatif, en dépit de l'attrait, comme valeur refuge, des avoirs libellés en dollars américains.

Le relèvement des taux d'intérêt à court terme et le recul des taux à long terme ont entraîné une modification de la courbe de rendement, dont la pente s'est progressivement aplatie (Graphique 14). Par le passé, la pente de cette courbe a fourni des



4. Le dollar canadien a fortement augmenté par rapport aux monnaies de l'Asie du Sud-Est et de la Corée, mais l'incidence de cette appréciation sera en grande partie annulée par l'augmentation appréciable de l'inflation qu'ont connue la plupart des pays de cette région. Qui plus est, nos échanges avec ces pays sont relativement modestes. Par conséquent, lorsqu'on tient compte des écarts d'inflation entre le Canada et d'autres pays, les variations du cours du dollar canadien pondéré en fonction des échanges commerciaux sont à peu près les mêmes, que l'on utilise l'indice des monnaies du Groupe des Dix ou un indice incluant un plus large éventail de monnaies asiatiques et d'Amérique latine. Les pays considérés dans la construction de l'indice plus large sont, outre ceux du Groupe des Dix, l'Australie, la Norvège, la Chine, Hong Kong, la Corée, la Malaisie, Singapour, la Thaïlande, l'Indonésie, Taïwan, l'Argentine, le Brésil, le Chili et le Mexique.



renseignements utiles sur les fluctuations futures de la production; ainsi, un aplatissement a souvent été suivi d'un ralentissement de la croissance de la production. Le repli des taux de rendement obligataires survenu au cours des dernières années s'explique en grande partie toutefois par l'altération des attentes d'inflation et la baisse des primes de risque. Ce dernier facteur a pour effet de stimuler l'activité économique (Note technique 4).

## 4. LES PERSPECTIVES EN MATIÈRE D'INFLATION

Dans l'évaluation qu'elle fait de la trajectoire probable que suivra l'inflation au cours des deux prochaines années, la Banque surveille étroitement le niveau actuel et prévu de l'offre ou de la demande globale excédentaire, les indicateurs des attentes relatives à l'inflation et le rythme d'expansion de la masse monétaire. Elle examine tous les facteurs importants, tant externes qu'internes, qui pourraient avoir une incidence sur l'évolution de la demande et de l'offre globales.

### La demande et l'offre globales

Les retombées de la crise asiatique sur l'économie mondiale et les fortes diminutions des cours des produits de base imputables à cette crise ainsi qu'à d'autres causes constituent un choc externe important pour l'économie canadienne. Toutefois, les répercussions de ce choc sont en partie compensées par certains facteurs favorables. En réaction à la crise en Asie et à une amélioration des perspectives en matière d'inflation, les taux d'intérêt à moyen et à long terme se sont inscrits en baisse dans les principaux pays industriels, dont le Canada. Ces baisses de taux ont aussi fait grimper la valeur des actions; c'est donc dire que l'évolution récente des marchés financiers contribue à soutenir la demande dans de nombreux pays industriels. En outre, et peut-être est-ce là le facteur le plus important, la tenue de l'économie américaine est demeurée supérieure aux attentes.

L'expansion de la demande globale aux États-Unis a été étonnamment vigoureuse durant toute l'année 1997, dépassant la croissance estimée des capacités de production. Bien que l'économie américaine soit restée plus dynamique que prévu au premier trimestre de 1998, la progression du PIB réel devrait ralentir cette année pour s'établir à un rythme plus soutenable, à mesure que le volume net des exportations reculera sous l'effet d'une perte de compétitivité et de la faiblesse de la demande en Asie. La

*L'expansion devrait continuer d'être vigoureuse car le choc provoqué par la crise asiatique est en partie compensé par certains facteurs favorables.*

*La croissance économique aux États-Unis devrait ralentir pour s'établir à un rythme plus soutenable...*

## Note technique 4

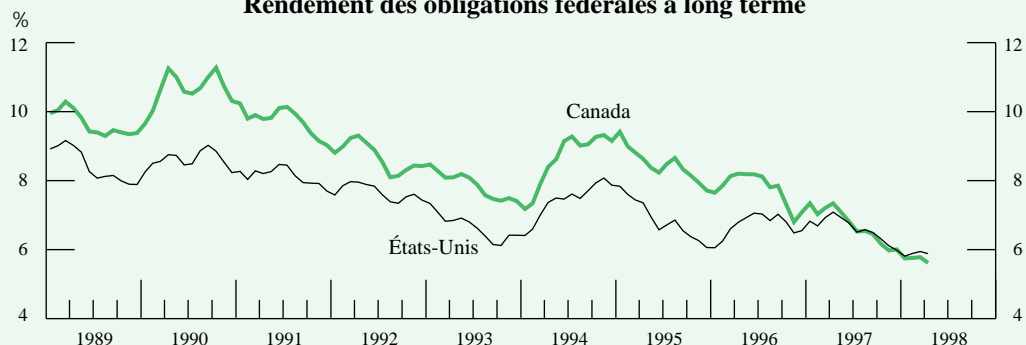
**La baisse des taux d'intérêt à long terme**

Les taux d'intérêt à long terme canadiens ont accusé une forte baisse. Depuis le début de 1995, le rendement des obligations à long terme du gouvernement canadien, illustré au graphique ci-dessous, est passé de plus de 9 % à environ 5 <sup>3</sup>/<sub>4</sub> %, le plus bas taux enregistré depuis les années 60. Les rendements observés aux États-Unis et dans les autres pays développés ont aussi diminué, mais à un degré moindre. L'écart négatif persistant entre les taux canadiens et leurs pendants américains, qui est apparu l'an dernier, n'avait jamais été observé auparavant.

Deux facteurs ont joué un rôle déterminant dans l'amélioration de cet écart. Premièrement, une longue période de faible inflation a raffermi la confiance dans la valeur à long terme des avoirs en dollars canadiens. La cible explicite établie en matière de politique monétaire concrétise pour les détenteurs d'obligations l'engagement ferme des autorités envers le maintien d'un bas taux d'inflation. Deuxièmement, l'élimination rapide des déficits par les administrations publiques canadiennes a apaisé certaines inquiétudes profondes. Les importants déficits accumulés durant de nombreuses années et la probabilité qu'ils se poursuivent avaient suscité des craintes, au sujet notamment du niveau d'imposition et de l'incidence de celui-ci, de la canalisation de l'épargne vers des usages moins productifs, de l'accroissement des engagements extérieurs, qui risquait de miner la valeur du dollar canadien, et de la possibilité qu'un gouvernement adopte une politique inflationniste à l'avenir afin d'alléger le fardeau de la dette. Aussi l'assainissement rapide des finances publiques explique-t-il en grande partie l'ampleur de la baisse des rendements obligataires au pays et le rythme auquel elle s'est produite. Bien que le niveau d'endettement et les paiements d'intérêts qui y sont liés restent très élevés, le maintien de la situation budgétaire actuelle devrait faire en sorte que le ratio de la dette publique au PIB baisse graduellement et, du même coup, le fardeau du service de la dette.

L'atténuation de l'incertitude entourant l'avenir politique du Québec durant une bonne partie de la période écoulée depuis le référendum de 1995 a aussi contribué au dynamisme du marché obligataire canadien.

La baisse des coûts de financement à long terme est bénéfique pour l'ensemble du Canada. Elle encourage l'acquisition d'actifs à long terme et entraîne une hausse de la valeur des actifs et une diminution des paiements d'intérêts effectués par les administrations publiques. Compte tenu de la taille considérable de la dette extérieure nette, le revenu national s'améliore à mesure que les paiements d'intérêts à l'étranger baissent. Les politiques monétaire et budgétaire étant saines, les taux d'intérêt à long terme devraient rester faibles, même lorsque les taux à court terme augmentent. C'est d'ailleurs ce qui s'est produit depuis novembre, le repli des rendements obligataires se poursuivant malgré un relèvement des taux à court terme.

**Rendement des obligations fédérales à long terme**

correction anticipée des niveaux des stocks devrait aussi modérer quelque peu la croissance.

L'inflation aux États-Unis, mesurée par l'IPC hors alimentation et énergie, a été stable, avoisinant 2,2 % depuis septembre dernier. Même si la vigueur du dollar américain devrait exercer encore de modestes pressions à la baisse sur l'inflation d'ici la fin de 1998, l'intensification récente des pressions sur les salaires pourrait pousser l'inflation à la hausse en 1999.

Les conditions monétaires se sont resserrées davantage chez nos voisins du Sud depuis le milieu de 1997 en raison de l'appréciation du dollar É.-U. Le bas taux d'inflation et les conséquences attendues de la crise asiatique sur l'économie américaine ont contribué à maintenir la stabilité des taux à court terme. Toutefois, à moins que la crise n'exerce à plus long terme un effet modérateur prononcé sur cette économie, la Réserve fédérale pourrait se voir forcée de relever les taux d'intérêt pour contrer une montée des pressions inflationnistes.

L'évolution de la situation au Mexique a également été positive. La croissance économique s'est établie à 7 % en moyenne en 1997 et devrait demeurer robuste cette année.

Dans les grands pays européens, le profil de l'activité économique a été contrasté. La croissance au Royaume-Uni a commencé à se ralentir en réaction au durcissement antérieur des conditions monétaires et à l'intensification des restrictions budgétaires. La demande intérieure s'est raffermie en France et en Italie alors qu'elle est demeurée relativement faible en Allemagne. Compte tenu de l'accélération attendue de l'activité économique en Europe continentale au premier semestre de 1998, les perspectives d'ensemble de l'Europe pour l'année sont très encourageantes.

L'économie du Japon ne s'est pas vraiment relevée au second semestre de 1997 de la forte contraction qu'elle avait connue au deuxième trimestre. L'État est intervenu vigoureusement pour reconstituer le capital des institutions financières, et il envisage d'adopter de nouvelles mesures budgétaires. Malgré cela, on entrevoit peu d'amélioration cette année en raison des séquelles de la crise asiatique, de la fragilité du secteur financier et du peu de confiance affiché par les consommateurs et les entreprises. La conjoncture au Japon est en voie de devenir la principale source d'incertitude pour l'économie mondiale.

Les cours internationaux des produits de base devraient se redresser légèrement au deuxième semestre de 1998. La réduction prévue des capacités excédentaires à l'échelle mondiale, conjuguée au renversement de ce qui pourrait avoir été une surréaction à la baisse sur les marchés des produits de base, devrait contribuer au raffermissement des prix des matières industrielles.

*... alors que l'expansion en Europe devrait s'accélérer.*

*La tenue de l'économie japonaise ne devrait guère s'améliorer.*

***Les baisses récentes des cours des produits de base devraient modérer la croissance des exportations...***

***... et la progression des investissements des entreprises cette année.***

***De nouveaux gains au chapitre de l'emploi et les bas taux d'intérêt devraient toutefois alimenter une forte croissance de la demande des ménages.***

***La Banque prévoit une expansion moyenne d'environ 3 1/2% jusqu'au milieu de 1999.***

Dans l'ensemble, on s'attend à ce que la progression des exportations canadiennes se ralentisse cette année étant donné que la situation en Asie et la décélération prévue de l'économie américaine contrebalanceront amplement l'impulsion émanant de la dépréciation récente du taux de change. Les diminutions des cours des produits de base survenues récemment devraient entraîner de nouvelles baisses de production dans les usines ou les mines où les coûts de production sont élevés. Le volume des exportations des produits de base pourrait s'en ressentir à court terme tant que le renchérissement attendu de ces produits ne se sera pas matérialisé.

Au Canada, à la faveur du bas niveau des taux d'intérêt à moyen et à long terme, les investissements des entreprises devraient demeurer assez fermes en 1998. Les dépenses en immobilisations seront aussi stimulées par la reconstruction des réseaux de transport et de distribution de l'électricité détruits par la tempête de verglas qui s'est abattue sur l'est du pays. Dans l'ensemble, toutefois, l'augmentation des investissements des entreprises sera probablement moins prononcée qu'elle ne l'avait été en 1996 et 1997 car l'avancement de certains projets d'exploitation de ressources naturelles sera freiné par les baisses récentes des cours des produits de base. Les investissements en stocks devraient accuser un recul à mesure que certains détaillants rééquilibreront leurs stocks.

On s'attend à ce que de nouvelles hausses des emplois à plein temps, les bas taux d'intérêt et l'accroissement de la richesse du secteur privé alimentent fortement la croissance de la demande de biens de consommation et de logements par les ménages. Il se pourrait cependant que les dépenses de consommation soient moins vigoureuses dans la mesure où une bonne part de la demande refoulée de biens de consommation durables et de logements a déjà été satisfaite.

Sur la foi des données dont elle dispose actuellement, la Banque prévoit que la croissance de l'activité économique se maintiendra autour de 3 1/2 % (en chiffres annuels) tout au long de 1998 et jusqu'au milieu de 1999. Le taux de progression annuel implicite pour 1998 est aussi de 3 1/2 % en moyenne, soit un peu plus que la moyenne des plus récentes prévisions du secteur privé, qui a été ramenée à 3,3 %. La Banque est d'avis que l'économie canadienne devrait s'approcher au cours de 1999 de ce que l'on estime à l'heure actuelle être la pleine utilisation des capacités de production. Étant donné l'imprécision qui caractérise ce type d'estimation, la Banque suivra de près tous les indicateurs susceptibles de la renseigner sur les capacités de production de l'économie. Les capacités de production excédentaires et les ressources inutilisées sur le marché du travail devraient toutefois continuer d'exercer des pressions à la baisse sur l'inflation pendant le restant de l'année.

## Les facteurs temporaires qui influent sur l'inflation

Tandis qu'un certain nombre de changements structurels continuent de s'opérer dans le secteur du commerce de détail, l'ampleur des rabais consentis ces derniers temps pourrait s'atténuer un peu d'ici la fin de 1998. Les mouvements récents des monnaies asiatiques pourraient toutefois entraîner certaines baisses des prix – surtout ceux des véhicules automobiles et d'autres biens durables, des vêtements et des chaussures – à mesure que les détaillants se tourneront vers des sources d'approvisionnement moins chères. Par contre, la dépréciation qu'a connue récemment le dollar canadien par rapport au dollar américain exercera des pressions à la hausse sur les prix d'un bon nombre de produits importés au cours des 12 à 24 prochains mois. Tout bien considéré, l'influence nette de ces facteurs temporaires sur l'indice de référence devrait être faible durant les mois qui viennent. Il est probable cependant que d'autres pressions à la hausse se fassent sentir sur les prix vers la fin de l'année et en 1999, lorsque les effets retardés de la récente baisse du dollar canadien vis-à-vis du dollar américain deviendront de plus en plus sensibles.

*L'influence nette des facteurs temporaires sur l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait être faible dans les mois à venir.*

## La maîtrise des coûts

Les taux de rémunération devraient augmenter à un rythme modéré en 1998 en raison de la faible montée des prix et de la situation d'offre excédentaire qui subsiste sur le marché du travail. La croissance de la productivité pourrait ralentir cette année, de pair avec celle de la production, ce qui pourrait entraîner un relèvement, modeste toutefois, des coûts unitaires de main-d'œuvre. Une telle perspective est compatible avec le maintien de l'inflation mesurée par l'indice de référence dans la moitié inférieure de la fourchette cible au cours de 1998.

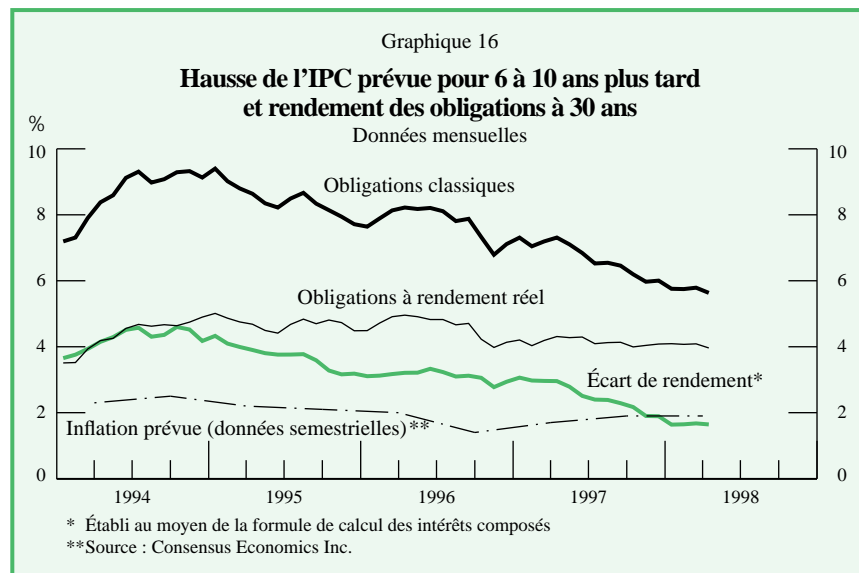
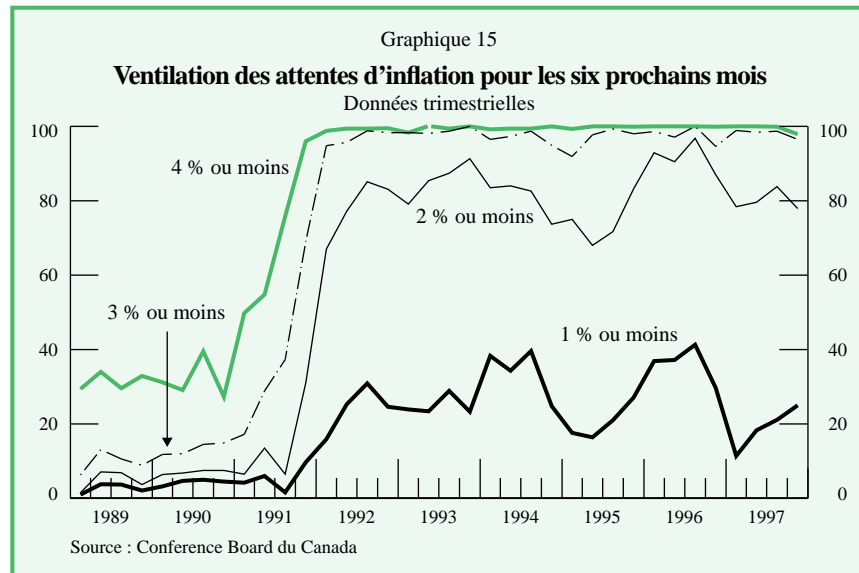
*La hausse modeste attendue des coûts unitaires de main-d'œuvre est compatible avec le maintien de l'inflation mesurée par l'indice de référence dans la moitié inférieure de la fourchette cible en 1998.*

## Les mesures des attentes relatives à l'inflation

Les résultats de l'enquête régulière du Conference Board sur la confiance des entreprises canadiennes qui ont été publiés en décembre révèlent que 78 % des répondants s'attendaient toujours à ce que l'inflation se situe à 2 % ou moins à court terme; il s'agit d'une légère baisse par rapport aux conclusions de l'enquête de septembre, alors que le pourcentage s'élevait à 84 % (Graphique 15). Selon une enquête menée en février par le ministère des Finances auprès de prévisionnistes du secteur privé, le taux d'inflation mesuré par l'IPC global devrait s'établir en moyenne à 1,5 % cette année et à 1,7 % en 1999. Des projections plus récentes établissent

*Les attentes en matière d'inflation cadrent toujours avec la fourchette cible de maîtrise de l'inflation.*

à 1,3 % le taux moyen pour 1998. Au cours des six derniers mois, les prévisionnistes ont révisé à la baisse leurs estimations du taux d'inflation attendu à court terme (qui, en septembre dernier, se situait à 2 % pour l'année 1998) à la lumière du recul imprévu du taux d'inflation observé en novembre et en décembre et parce qu'il semble maintenant que les capacités inutilisées dans l'économie seront absorbées moins rapidement qu'on ne s'y attendait auparavant. Les prévisions à plus long terme relatives à l'inflation recueillies par Consensus Economics Inc. s'établissent très près du point médian de la fourchette cible (Graphique 16).



Le rendement des obligations classiques (à rendement nominal) a continué de diminuer, et il en est allé de même pour l'écart de rendement entre ces obligations et les obligations à rendement réel (Graphique 16). Depuis novembre, cet écart est descendu sous les 2 %, le point médian de l'actuelle fourchette cible de maîtrise de l'inflation. On ne doit cependant pas considérer l'écart de rendement comme une estimation précise du taux d'inflation attendu, car il est influencé également par les différences de liquidité du marché secondaire et par les préférences et les besoins changeants des investisseurs en ce qui concerne la composition de leur portefeuille. Néanmoins, la réduction de l'écart entre le taux d'intérêt nominal et le taux d'intérêt réel montre clairement que les marchés financiers croient de plus en plus que l'inflation demeurera faible à long terme.

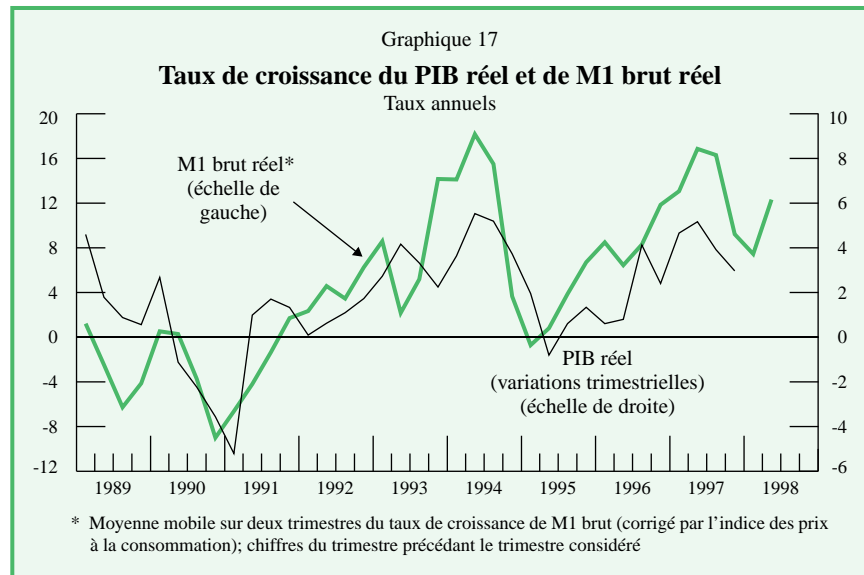
### Les indicateurs monétaires

Après avoir fléchi au second semestre de 1997, le taux de croissance en glissement annuel de l'agrégat monétaire au sens étroit, M1, s'est inscrit en hausse au premier trimestre de 1998<sup>5</sup>. On s'attend toutefois à ce que la progression de M1 recommence à ralentir au deuxième semestre de 1998 et à ce que ce ralentissement se poursuive en 1999. La vive cadence à laquelle M1 s'est accru depuis 1996 tient en bonne partie à la rémunération plus attrayante offerte sur les dépôts à vue et à la chute qu'ont subie les autres taux d'intérêt à court terme ces dernières années. Les déplacements de fonds qu'ont occasionnés ces facteurs devraient maintenant être presque terminés. La Banque estime qu'un taux d'accroissement de M1 d'environ 2 à 5 % à long terme serait compatible avec le maintien de l'inflation à l'intérieur de la fourchette cible et avec une croissance en situation de pleine utilisation des capacités de production.

Le rythme d'expansion qu'affiche actuellement M1 demeure suffisamment élevé pour soutenir une croissance vigoureuse de la production et une diminution des capacités excédentaires pendant le premier semestre de 1998. Le Graphique 17 fait ressortir un lien assez étroit, au cours du cycle économique, entre les fluctuations de la valeur réelle de M1 et les variations enregistrées par le PIB environ deux trimestres plus tard.

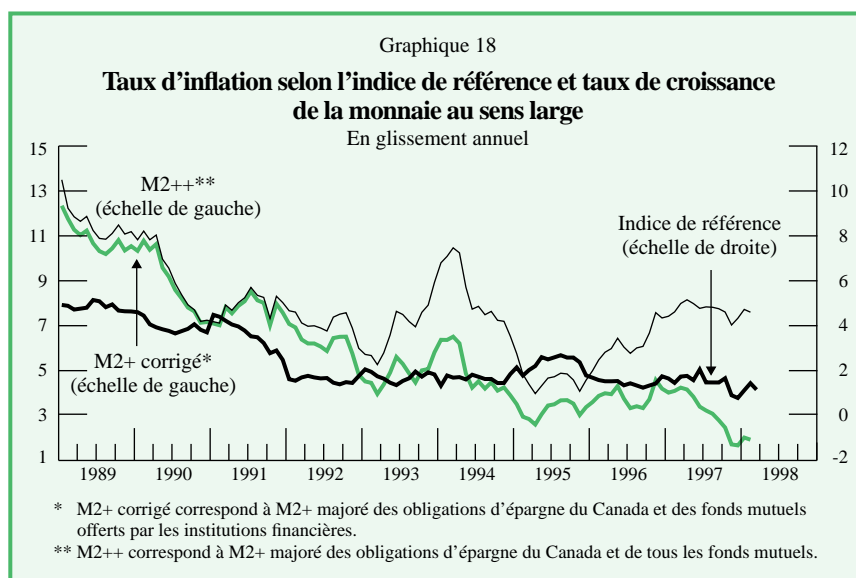
*Les agrégats monétaires laissent présager une croissance vigoureuse de la production en 1998 et la persistance d'un bas taux d'inflation.*

5. La livraison du printemps 1998 de la *Revue de la Banque du Canada* renferme un article plus détaillé sur l'évolution des agrégats monétaires.



La monnaie au sens large représente une réserve liquide de valeur. Au Canada, les agrégats au sens large se composent principalement des avoirs liquides détenus par les particuliers; leurs fluctuations peuvent donc renseigner sur le niveau des dépenses prévues par les ménages. De fait, la monnaie au sens large a constitué dans le passé un bon indicateur de la dépense nominale à court terme et de l'inflation tendancielle. Cependant, le déplacement massif des capitaux, des dépôts vers les fonds mutuels, a rendu caduques les définitions acceptées précédemment. Pour le moment, nous ne pouvons qu'estimer la plage des valeurs que pourrait prendre le taux de croissance sous-jacent de la monnaie au sens large. La limite inférieure de cette plage pourrait être l'agrégat M2+ corrigé (qui ne comprend que les fonds mutuels offerts par les institutions de dépôt), et la limite supérieure, un agrégat au sens très large, M2++ (qui englobe l'ensemble des fonds mutuels). Selon les estimations que nous obtenons ainsi, la monnaie au sens large se serait accrue à un rythme compris entre 1 et 7 % au cours des douze derniers mois (Graphique 18). La Banque effectue des recherches en vue de définir une mesure plus précise de la croissance de la monnaie à l'intérieur de cette plage. Tout compte fait, les taux de croissance observés récemment semblent compatibles avec le maintien de l'inflation à de bas niveaux.





### Les prévisions relatives à l'inflation

Trois facteurs devraient engendrer des pressions à la hausse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence. Premièrement, le taux d'inflation attendu semble se situer à un niveau supérieur au taux d'inflation actuel. Deuxièmement, les effets de l'intensification de la concurrence dans le commerce de détail, laquelle a poussé l'inflation à la baisse, devraient s'estomper en partie au cours des prochains mois. Troisièmement, la dépréciation récente du dollar canadien entraînera vraisemblablement une légère hausse des prix.

Parallèlement, d'autres facteurs donnent à penser que l'inflation mesurée par l'indice de référence se maintiendra au-dessous de 2 %, le point médian de la fourchette cible : ce sont l'existence de ressources inutilisées dans l'appareil de production et sur le marché du travail, la croissance continue de la productivité, qui contribuera à limiter la montée des coûts unitaires de main-d'œuvre, et les pressions à la baisse exercées sur les prix des produits importés d'Asie de l'Est.

En somme, nous nous attendons à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence s'accroisse légèrement d'ici la fin de l'année. Nous prévoyons pour la fin de 1998 et le premier semestre de 1999 un taux d'inflation de 1 1/2 à 2 %. Aucun des facteurs à l'œuvre ne donne à penser que le taux de l'inflation tendancielle va s'accroître année après année.

*L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait demeurer dans la moitié inférieure de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation.*

## 5. CONCLUSIONS

Dans la livraison du *Rapport* de novembre dernier, nous avons conclu, à la lumière des perspectives économiques encourageantes du moment, qu'il serait nécessaire à moyen terme, d'atténuer l'effet stimulant des conditions monétaires, en procédant à pas mesurés, pour faire en sorte que l'inflation se maintienne à un bas niveau et que l'expansion économique soit durable.

La Banque continue de croire que l'économie canadienne est fondamentalement vigoureuse. Cependant, compte tenu des retombées de la crise asiatique et de la baisse des prix des produits de base, les perspectives ne sont pas tout à fait aussi favorables qu'on l'avait prévu. D'après les éléments dont nous disposons à l'heure actuelle, le rythme annuel moyen de l'expansion économique devrait s'établir à environ 3 1/2 % jusqu'au milieu de 1999.

Les perspectives en matière d'inflation ont peu changé. L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait légèrement augmenter d'ici la fin de 1998 et au cours des six premiers mois de 1999, mais quand même se maintenir dans la moitié inférieure de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation.

Même si l'incertitude entourant les perspectives d'évolution de l'économie est bien plus grande qu'à l'ordinaire, les risques à cet égard semblent s'équilibrer. Les risques d'un recul de l'activité tiennent principalement à la situation en Asie et à l'évolution des prix des produits de base. Cependant, certains facteurs – notamment le dynamisme continu de l'économie américaine et l'essor de l'agrégat monétaire au sens étroit M1 au Canada – donnent à penser que l'économie canadienne pourrait être fondamentalement plus robuste que prévu.

En tenant compte de tous ces facteurs, et si aucun nouveau choc ne se produit, la Banque est d'avis que le maintien, d'ici la publication du prochain *Rapport*, des conditions monétaires à l'intérieur de la fourchette où elles se sont récemment situées serait approprié dans l'ensemble et cadrerait avec la vigueur attendue de la demande globale, l'absorption continue des ressources inutilisées et un taux d'inflation se situant à l'intérieur de la fourchette cible. Étant donné le degré d'incertitude susceptible de persister au cours de la période, les conditions monétaires pourraient à nouveau afficher des fluctuations relativement importantes. Par la suite, si l'activité économique demeure fondamentalement aussi forte qu'on le prévoit maintenant, des conditions monétaires moins expansionnistes s'imposeront à mesure que l'économie se rapprochera des limites de sa capacité et réalisera son plein potentiel.

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

## ANNEXE

### **Prolongation de l'application des cibles de maîtrise de l'inflation\***

#### **Déclaration conjointe du gouvernement canadien et de la Banque du Canada**

La politique monétaire canadienne a pour objectif de favoriser une expansion économique durable, des taux d'emploi élevés et l'amélioration du niveau de vie. La meilleure contribution que la politique monétaire puisse apporter à la réalisation de ces buts est de préserver la confiance dans la valeur de la monnaie en créant un environnement dans lequel, en moyenne, les prix restent stables. Par conséquent, le gouvernement canadien et la Banque du Canada ont réaffirmé aujourd'hui que la politique monétaire au Canada continuera d'être axée sur l'atteinte et le maintien de la stabilité des prix et ont annoncé que les cibles actuelles de maîtrise de l'inflation seront maintenues jusqu'à la fin de 2001.

Les cibles de réduction de l'inflation ont été adoptées en février 1991. En décembre 1993, le gouvernement et la Banque du Canada ont décidé de continuer à poursuivre de telles cibles de la fin de 1995 à la fin de 1998, l'objectif étant de contenir l'inflation dans une fourchette de 1 à 3 %. Les deux autorités ont également convenu que ces cibles seraient réexaminées avant la fin de 1998 et qu'une nouvelle fourchette à long terme compatible avec la stabilité des prix serait arrêtée à ce moment.

Depuis l'adoption des cibles, des progrès considérables ont été faits aux chapitres de la réduction de l'inflation et de son maintien à un bas niveau. Les agents économiques fondent de plus en plus leurs décisions sur la persistance de faibles taux d'inflation, et les Canadiens commencent à ressentir les bienfaits que procure un tel environnement. Par exemple, conjuguée aux progrès réalisés par tous les paliers de gouvernement en matière d'assainissement des finances publiques, la faiblesse de l'inflation a donné lieu à la baisse des taux d'intérêt qui, pour le moyen et le long terme, s'établissent près de leurs niveaux les plus bas depuis des décennies. L'économie canadienne traverse toutefois, depuis plusieurs années, une difficile période de restructuration dans les secteurs privé et public, et les avantages que procure un faible taux d'inflation ne se sont pas encore manifestés pleinement dans la tenue de l'économie.

Il serait utile, avant de déterminer quelle cible à long terme est compatible avec la stabilité des prix, de laisser s'écouler une plus longue période pendant laquelle l'économie aura mieux fait la preuve qu'elle peut bien fonctionner dans un climat de faible

---

\* *Communiqué de presse du 24 février 1998*

inflation. C'est pour cette raison que le gouvernement canadien et la Banque du Canada ont convenu de prolonger jusqu'en 2001 l'application des cibles de maîtrise de l'inflation en vigueur, dont l'objet est de maintenir l'inflation dans une fourchette de 1 à 3 %. Ils comptent déterminer la cible à long terme de la politique monétaire avant la fin de 2001. En prenant un tel engagement à long terme auprès des Canadiens, le gouvernement et la Banque contribueront à préserver les bienfaits que la stabilité des prix peut procurer à la croissance des revenus et à la création d'emplois au Canada.

### **Mise en œuvre de la politique monétaire dans le contexte des cibles**

La Banque continuera, pour la mise en œuvre des cibles, de suivre l'approche qui a été définie en 1991 et perfectionnée par la suite, à savoir :

- Les cibles continueront d'être établies en fonction du taux d'augmentation sur douze mois de l'IPC global, et les mesures de politique monétaire demeureront fondées sur les variations de l'IPC hors aliments, énergie et effets des modifications des impôts indirects.
- Les mesures de politique monétaire continueront de viser à contrer les pressions persistantes à la hausse ou à la baisse sur le taux tendanciel de l'inflation, et non les pressions passagères, qui sont appelées à s'estomper, ou les changements du niveau des prix dont les effets sur l'inflation sont temporaires.
- Il est possible, en présence d'importants mouvements non prévus de l'offre ou de la demande, que l'inflation sorte temporairement de la fourchette cible. Dans ce cas, les mesures de politique monétaire auraient pour objet de ramener, en deux ans environ, le taux tendanciel de l'inflation vers le milieu de la fourchette.
- De façon plus générale, comme les mesures de politique monétaire ne se répercutent sur l'activité économique et l'inflation qu'après de longs délais, elles doivent toujours être prises de façon à réagir à l'évolution projetée de l'inflation dans six à huit trimestres.
- La Banque du Canada continuera, dans le *Rapport sur la politique monétaire* qu'elle publie tous les six mois, de faire le point sur l'évolution de l'inflation, les mesures prises pour atteindre les cibles fixées et les perspectives en matière d'inflation à la lumière de l'évolution de l'économie.

## BIBLIOGRAPHIE

- Banque du Canada (1991). « Cibles de réduction de l'inflation : Communiqué et documentation à l'appui », *Revue de la Banque du Canada*, mars, p. 3-21.
- \_\_\_\_\_ (1991). « Les cibles de réduction de l'inflation : autres considérations d'ordre pratique et questions de mesure », *Revue de la Banque du Canada*, septembre, p. 3-23.
- \_\_\_\_\_ (1993-1994). « Déclaration du gouvernement et de la Banque du Canada au sujet des objectifs de la politique monétaire », *Revue de la Banque du Canada*, hiver, p. 85-86.
- \_\_\_\_\_ (1998). « Prolongation de l'application des cibles de maîtrise de l'inflation », communiqué de presse, 24 février.
- \_\_\_\_\_ (1998). « L'évolution récente des agrégats monétaires et ses conséquences », *Revue de la Banque du Canada*, printemps.
- Canada, ministère des Finances (1998). *Le plan budgétaire de 1998*, Ottawa, Travaux publics et Services gouvernementaux Canada, février.
- \_\_\_\_\_, Statistique Canada. « Information population active », publication n° 71-001-PPB au catalogue (mensuel), Ottawa, Travaux publics et Services gouvernementaux Canada.
- Conference Board du Canada (1997). *Compensation Planning Outlook 1998*.
- \_\_\_\_\_ (1998). *Indice de confiance des entreprises*, hiver.
- \_\_\_\_\_ (1998). *Indice des attitudes des consommateurs*, hiver.
- Consensus Economics Inc. (1991-1997). *Consensus Forecasts*, divers numéros.
- Fonds monétaire international (1997). *Perspectives de l'économie mondiale*, Washington, D.C., octobre.
- \_\_\_\_\_ (1998). *Perspectives de l'économie mondiale*, Washington, D.C., mai.

