

BANQUE DU CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

– novembre 2000 –

L'épreuve numismatique du dollar en argent sterling de 1998, qui est reproduite en page couverture, a été frappée pour marquer le 125^e anniversaire de la fondation de la Police à cheval du Nord-Ouest; cette pièce est l'œuvre d'Adeline Halvorson. Au moment de la création de la Confédération en 1867, le Canada ne comptait que quatre provinces, toutes situées dans l'Est. En 1870, le gouvernement a fait l'acquisition d'un vaste territoire appartenant à la Compagnie de la Baie d'Hudson. Pour que l'on puisse aller de l'avant avec les projets de colonisation de cette région, il fallait d'abord réprimer la contrebande de whisky et établir des relations pacifiques avec les peuples autochtones. En mai 1873, la Police à cheval du Nord-Ouest a été constituée pour faire régner la loi, l'ordre et l'autorité canadienne dans l'Ouest du pays. L'illustration du revers représente un cavalier appartenant à ce service de police, qui, en 1920, allait devenir la Gendarmerie royale du Canada. L'avers est orné d'un portrait de Sa Majesté la reine Élisabeth II, réalisé par l'artiste Dora de Pédery-Hunt.

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

3830
CN ISSN 1201-8783

BANQUE DU CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— novembre 2000 —

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

S'il est une chose que les autorités monétaires ont apprise au fil de leurs analyses et de leurs expériences, c'est bien qu'elles ne gagnent rien à suivre des procédures opérationnelles complexes ou une politique monétaire aux objectifs vagues. [...] Pour être efficace, la politique monétaire n'a pas à s'entourer de mystère ou de subtilités alambiquées. Ce dont elle a besoin, c'est d'un objectif clair et d'un instrument simple.

*Gordon Thiessen
gouverneur de la Banque du Canada
Conférence prononcée devant la Faculté
des sciences sociales
de l'Université Western Ontario
le 17 octobre 2000*

TABLE DES MATIÈRES

1. Introduction	5
2. L'évolution récente de l'inflation	6
L'inflation et la fourchette cible.	6
Les facteurs qui influent sur l'inflation	11
3. La réalisation des cibles de maîtrise de l'inflation	20
4. Les perspectives en matière d'inflation	25
La conjoncture internationale	25
La demande et l'offre globales au Canada.	26
La mesure des attentes relatives à l'inflation	27
Les autres facteurs qui influent sur l'inflation	29
Les autres indicateurs des pressions inflationnistes	30
Les indicateurs de la monnaie et du crédit	30
Les prévisions relatives à l'inflation.	33
5. Conclusions	35
Bibliographie	36

LA STRATÉGIE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION AU CANADA

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.
- Un bas taux d'inflation favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques du revenu et de l'emploi.

L'outil de la politique monétaire

- À compter de décembre 2000, des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque — à savoir le taux officiel d'escompte, qui correspond à la limite supérieure de la fourchette opérationnelle pour le taux du financement à un jour — seront effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.
- En fixant le taux d'escompte, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la fourchette cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'a une modification des conditions monétaires sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

Les cibles

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

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix des aliments et de l'énergie et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque se concentre sur l'IPC hors alimentation, énergie et effet des modifications 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 l'on s'attendait à ce que les deux indices affichent de façon persistante des profils d'évolution divergents, la Banque ajusterait la trajectoire souhaitée pour le taux d'augmentation de l'indice de référence de façon à ramener celui de l'IPC global à l'intérieur de la fourchette cible.

1. INTRODUCTION

Au cours des six derniers mois, la plupart des pays ont continué d'afficher une forte croissance économique. De nombreux pays à marché émergent bénéficient d'une reprise, et l'économie japonaise, bien qu'encore fragile, semble plus clairement engagée dans la voie d'une expansion soutenue. Dans la zone euro, le rythme de l'activité est demeuré robuste. L'économie américaine est aussi restée vigoureuse, mais les hausses des taux d'intérêt officiels ont contribué à ralentir quelque peu sa croissance dernièrement.

L'autre trait dominant de l'évolution de la conjoncture internationale a été la flambée et la volatilité des prix du pétrole. Le renchérissement de l'énergie a déjà contribué à faire grimper le taux d'inflation affiché dans la plupart des pays et devrait freiner un peu le rythme de l'expansion cette année et en 2001.

La vigueur de la demande mondiale, conjuguée au fait qu'il paraît de plus en plus possible que les cours du pétrole demeurent supérieurs aux niveaux prévus, a accentué le risque d'une poursuite de la hausse de l'inflation dans les grands pays industriels. La perspective d'une telle hausse a déjà incité de nombreuses banques centrales à majorer leurs taux d'intérêt directeurs.

Au Canada, la croissance de la production a dépassé les prévisions au premier semestre de 2000, se chiffrant à environ 5 %. Malgré cette robustesse, l'inflation tendancielle est restée inférieure à ce qui avait été projeté. Certains signes indiquent que l'expansion a commencé à se ralentir, mais on croit encore que le dynamisme de la demande intensifiera les pressions sur la capacité de production et fera monter l'inflation mesurée par l'indice de référence jusqu'au point médian de la fourchette de 1 à 3 % visée par la Banque; toutefois, cela devrait se produire plus tard en 2001 qu'on ne l'avait pensé.

L'évolution de la situation met en évidence trois grands facteurs d'incertitude pesant sur les perspectives économiques au Canada, à savoir la progression de la demande aux États-Unis, le niveau actuel et le taux de croissance futur de la capacité de production de l'économie canadienne et les prix mondiaux de l'énergie. Si la progression de la demande américaine de produits canadiens demeure vigoureuse, des pressions inflationnistes pourraient voir le jour au pays. Toutefois, le potentiel de production de l'économie pourrait être supérieur à ce que la Banque avait estimé, compte tenu des gains récents observés au chapitre de la productivité ainsi que de la poussée des investissements en machines et matériel. Enfin, plus les prix de l'énergie se maintiennent à des niveaux élevés, plus ils risquent d'influencer les prix d'autres biens et services, de même que les anticipations d'inflation.

La demande continue de se raffermir à l'échelle mondiale...

... ce qui risque d'attiser l'inflation.

Malgré la croissance robuste de l'économie canadienne, l'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée stable.

Les données que renferme le présent rapport s'arrêtent au 30 octobre 2000.

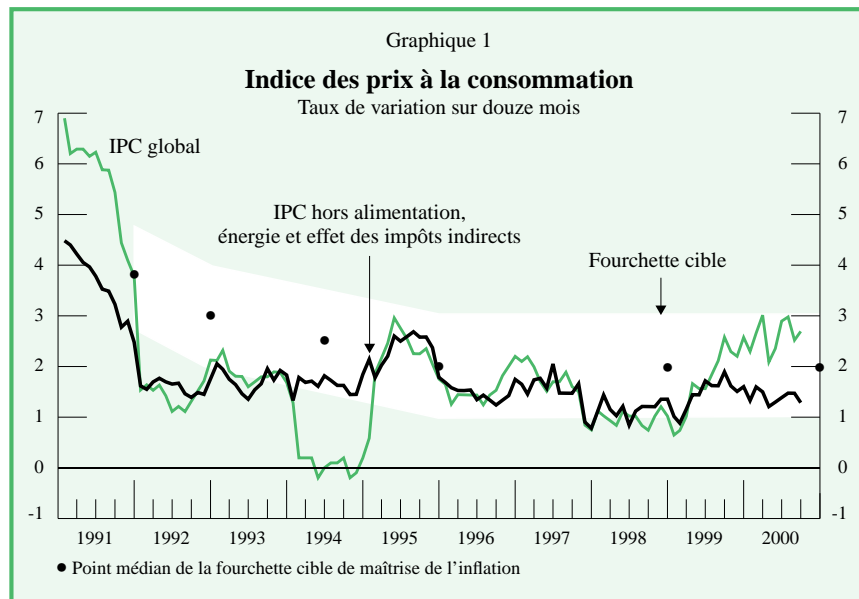
2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

L'inflation mesurée par l'indice de référence a été moindre que ce qui avait été prévu dans le Rapport de mai.

Bien que la fourchette de maîtrise de l'inflation visée par la Banque soit exprimée en fonction de l'indice des prix à la consommation (IPC) global, celle-ci utilise plutôt l'IPC hors alimentation, énergie et effet des modifications des impôts indirects — l'indice de référence — pour la guider dans ses opérations de mise en œuvre de la politique monétaire (Note technique 1). Depuis mars dernier, l'inflation mesurée par l'indice de référence est restée dans la moitié inférieure de la fourchette cible et s'est établie légèrement en deçà du niveau prévu dans le *Rapport* de mai. Durant la même période, en raison d'une nouvelle escalade des prix de l'énergie, le taux d'accroissement de l'IPC global est demeuré bien supérieur à celui de l'indice de référence.

L'inflation et la fourchette cible

Le taux d'augmentation sur douze mois de l'indice de référence était de 1,3 % en septembre, contre 1,5 % en mars dernier (Graphique 1). La progression des autres mesures statistiques de l'inflation tendancielle est restée similaire à celle de l'indice de référence (Graphique 2).



Le niveau encore étonnamment faible de l'inflation mesurée par l'indice de référence tient toujours principalement aux prix des biens durables et semi-durables. Les prix de ces biens à forte teneur en importations ont baissé durant la dernière année, malgré

Note technique 1

L'IPC global, l'indice de référence et la politique monétaire

Les cibles de maîtrise de l'inflation établies conjointement par le gouvernement fédéral et la Banque du Canada sont définies par rapport au taux d'accroissement sur douze mois de l'indice des prix à la consommation (IPC) global. L'IPC global est la meilleure mesure disponible du coût de la vie pour la plupart des ménages canadiens et l'indice de l'évolution générale des prix le plus connu et le plus largement accepté.

Bien que les cibles soient exprimées en fonction de l'IPC global, la Banque utilise plutôt l'indice de référence — l'IPC hors alimentation, énergie et effet des modifications des impôts indirects — pour guider ses décisions en matière de politique monétaire. Le taux d'augmentation de cet indice lui sert donc de *cible opérationnelle*.

Les mouvements à court terme de l'IPC global sont imputables dans une large mesure aux variations des prix de l'alimentation et de l'énergie. Les fluctuations des prix des aliments, notamment les fruits et les légumes frais, sont souvent occasionnées par des perturbations de l'approvisionnement liées aux aléas du climat. Les prix de l'énergie, en particulier ceux de l'essence et du mazout, sont très sensibles aux modifications de l'équilibre entre la demande et l'offre des produits de base énergétiques à l'échelle mondiale. D'ordinaire, les variations des prix de l'alimentation et de l'énergie n'ont qu'un effet temporaire sur l'inflation. De même, les modifications du niveau des impôts indirects, telles que la réduction des taxes sur le tabac en 1994, n'influent sur le taux d'augmentation sur douze mois des prix à la consommation que durant un an (Graphique 1). Parce qu'il fait abstraction de toutes ces influences passagères, le taux d'accroissement de l'indice de référence est une meilleure mesure de la tendance fondamentale de l'inflation et constitue un guide plus utile pour la conduite de la politique monétaire¹. Les mesures de politique monétaire n'agissent que lentement, et leurs effets s'étalent sur un à deux ans. Si la banque centrale s'efforçait de contrecarrer les variations temporaires de l'IPC global, il en résulterait une volatilité accrue des taux d'intérêt et, du même coup, de l'activité économique, avec le risque que la stabilité de l'inflation en souffre à moyen terme, ce qui irait à l'encontre du but recherché.

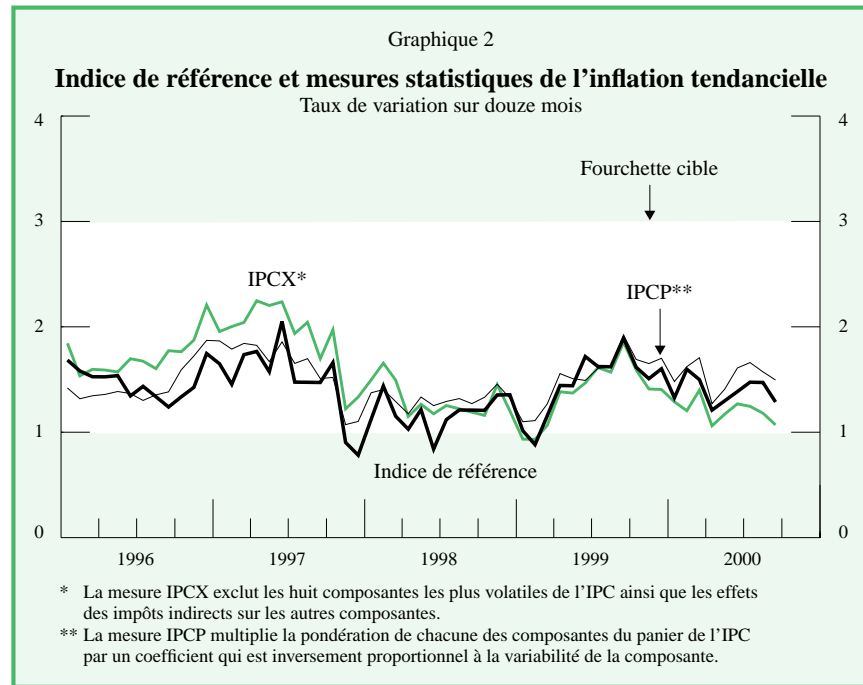
À condition que les variations des prix de l'alimentation et de l'énergie et les modifications des impôts indirects n'aient que des effets passagers sur l'inflation, l'IPC global et l'indice de référence afficheront des profils d'évolution similaires à moyen terme. Par conséquent, si l'augmentation de l'indice de référence est conforme pendant une période prolongée à la cible établie en matière d'inflation, il devrait, dans la plupart des cas, en être sensiblement de même pour celle de l'IPC global. Si la Banque devait s'attendre à ce que ces deux taux conservent des profils d'évolution divergents, elle corrigerait la trajectoire visée pour l'indice de référence de façon à ramener le taux d'accroissement de l'IPC global à l'intérieur de la fourchette cible².

En retenant l'indice de référence pour cible opérationnelle, la Banque a choisi de composer avec les effets de première vague que peuvent avoir sur l'IPC global les variations des prix de l'alimentation et de l'énergie et les modifications des impôts indirects. Par contre, elle ne tolérera pas qu'une seconde vague d'effets, attribuable aux répercussions de la première vague sur les attentes d'inflation, ne déferle sur les prix. Malgré la flambée des cours de l'énergie depuis un an, on n'a encore observé aucun effet de seconde vague sur l'inflation mesurée par l'indice de référence. Toutefois, la Banque continue de suivre la situation de près.

1. La Banque a également élaboré d'autres mesures de l'inflation fondamentale en se fondant sur les propriétés statistiques des composantes de l'IPC. Deux d'entre elles — IPCX et IPCP — sont illustrées au Graphique 2. On trouvera une description de ces mesures dans l'article de Lafèche (1997).

2. Voir Banque du Canada (1991b).

un modeste renchérissement des produits de consommation non énergétiques importés. On a observé déjà que les variations du taux de change ne se répercutaient plus autant sur les prix à la consommation; il semblerait donc que ce phénomène se poursuive (Note technique 2). Par ailleurs, la concurrence est demeurée vive dans le secteur du commerce de détail, ce qui a donné lieu à des rabais — notamment sur les véhicules automobiles et les appareils électroménagers. De façon plus générale, le niveau moins élevé que prévu de l'inflation mesurée par l'indice de référence conforte aussi la thèse qu'il subsistait des capacités excédentaires dans l'économie au premier semestre de l'année.



Les prix de l'énergie ont fait grimper l'IPC global...

Si le taux d'augmentation de l'indice de référence est demeuré stable, celui de l'IPC global a fluctué entre 2 et 3 % au cours des six derniers mois. La variabilité de ce dernier et sa nette tendance à la hausse sont en grande partie attribuables à l'ascension des prix de l'énergie. La forte progression de la demande de pétrole à l'échelle de la planète, conjuguée à un faible accroissement de la production mondiale, a fait bondir le cours de l'or noir. En conséquence, les prix de détail de l'essence et du mazout ont grimpé¹. La majoration des prix à la production du gaz naturel a aussi contribué à la hausse marquée des prix à la consommation de l'énergie.

1. Les pondérations appliquées actuellement aux composantes énergétiques du panier de l'IPC sont : 4,51 % pour l'essence et le mazout, 1,02 % pour le gaz naturel et 2,65 % pour l'électricité.

Note technique 2

Incidence réduite du taux de change sur l'indice de référence

La tendance fondamentale de l'inflation est déterminée par les attentes d'inflation et l'écart entre la demande et l'offre au sein de l'économie. À court terme, cependant, l'indice de référence et l'IPC global sont tous deux influencés, directement ou non, par les variations des prix relatifs de certains biens et services. Deux de ces prix revêtent une importance particulière : le taux de change — le prix relatif du dollar canadien vis-à-vis des autres devises — et le prix des produits de base énergétiques comparativement à celui des autres biens et services.

Selon les estimations traditionnellement utilisées, les variations persistantes du cours du dollar canadien se répercutent sur l'indice de référence dans une proportion d'environ 20 %, ce qui correspond en gros à la teneur en importations des biens et services compris dans le panier de l'indice de référence établi pour 1986. Comme la part des importations dans l'indice est passée de 15 % environ en 1976 à quelque 27 % en 1997, on se serait attendu à ce que l'incidence directe des variations du taux de change sur l'indice de référence ait aussi augmenté. Elle semble au contraire avoir diminué depuis le milieu des années 1980, à en juger par les résultats d'études économétriques et d'analyses de cas¹. L'analyse de deux périodes au cours desquelles le dollar canadien a subi une dépréciation marquée (soit entre le quatrième trimestre de 1991 et la fin de 1994 et entre le milieu de 1997 et la fin de 1998) montre que la variation cumulative en pourcentage du prix des biens à forte teneur en importations a été bien inférieure à ce que l'on aurait pu augurer de l'évolution du taux de change et du prix de biens comparables aux États-Unis². Les auteurs qui se sont intéressés à d'autres pays ayant connu une dépréciation majeure de leur monnaie (comme le Royaume-Uni et la Suède) ont constaté eux aussi que les mouvements du taux de change s'étaient répercutés relativement peu sur les prix à la consommation durant les années 1990 (Cunningham et Haldane, 1999).

Divers facteurs, dont les effets des importantes restructurations menées dans le commerce de détail, ont été invoqués pour expliquer le faible degré de transmission des variations du taux de change durant la première moitié des années 1990. Mais ils parviennent moins bien à expliquer pourquoi le phénomène semble se poursuivre au Canada et pourquoi il touche de nombreux pays industriels. Il se pourrait bien que le climat de bas taux d'inflation soit lui-même en train de modifier les comportements en matière d'établissement des prix. Quand l'inflation se situe à des niveaux peu élevés et que l'engagement de la banque centrale à l'y maintenir jouit d'une grande crédibilité, les entreprises sont moins enclines à répercuter rapidement les hausses de coûts sur les prix à la consommation. D'après certains travaux empiriques, la baisse de l'inflation aurait en effet atténué la persistance des chocs inflationnistes (Taylor, 2000). Si les mouvements des coûts et des prix relatifs, tel le coût des biens et services importés, ne sont pas jugés persistants, ils risquent moins d'influer sur les attentes d'inflation et, partant, sur le taux d'inflation à long terme.

Le climat de bas taux d'inflation pourrait aussi avoir joué un rôle dans la faible incidence de l'évolution des prix de l'énergie sur l'inflation mesurée par l'indice de référence, encore que les résultats empiriques à ce sujet soient limités. À ce jour, la forte montée des prix du pétrole brut depuis la fin de 1998 a eu peu d'effet sur l'indice au regard de l'incidence estimative à long terme³. À titre d'exemple, signalons que les hausses de tarifs dans le transport aérien et routier n'ont pas été aussi élevées que ne le laissait entrevoir la part des coûts de l'énergie dans le prix de revient de ce type de services.

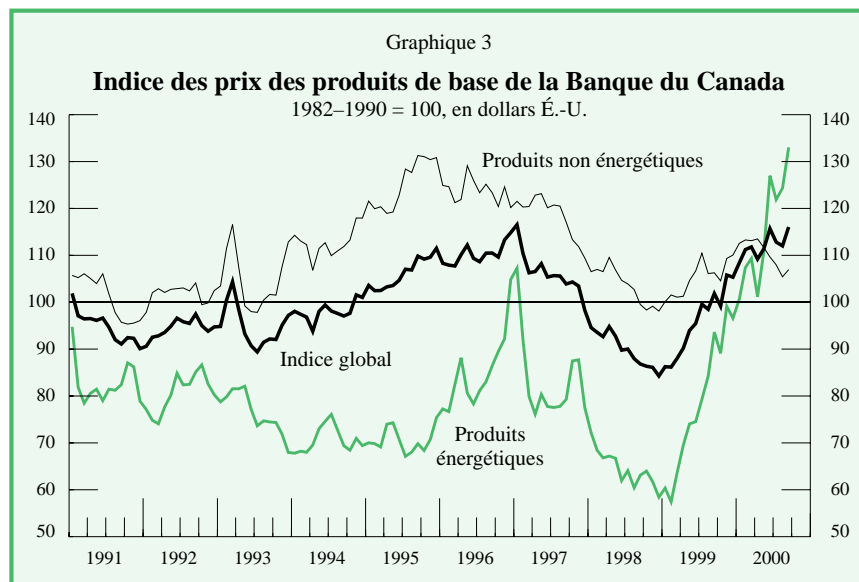
1. Selon Fillion et Léonard (1997), le coefficient de transmission des variations du taux de change dans un modèle formalisant la courbe de Phillips a été bien plus élevé durant les années 1974-1982, caractérisées par une forte inflation, qu'en période de faible inflation. Ce résultat se vérifie toujours dans le modèle réestimé récemment.

2. Lafèche (1996-1997) analyse la première de ces deux périodes.

3. Pour une analyse de l'incidence estimative à long terme, voir la Note technique 1 de la livraison de mai 2000 du *Rapport sur la politique monétaire*.

... mais n'ont guère eu d'incidence sur l'inflation mesurée par l'indice de référence.

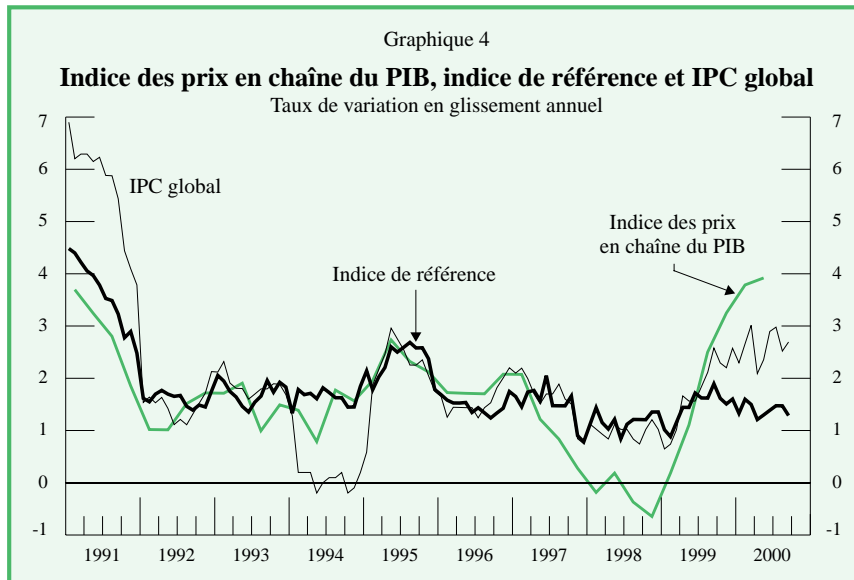
Malgré cette montée généralisée des prix de l'énergie, les effets de première vague du mouvement de hausse sur l'indice de référence demeurent minimes, et on n'observe aucune trace d'effets de seconde vague provenant des attentes d'inflation. Selon nos estimations, l'augmentation de l'indice de référence due au renchérissement de l'énergie a été de moins de 0,2 % depuis la fin de 1998 et de moins de 0,1 % au cours des douze derniers mois. Elle est largement imputable aux effets de première vague de la hausse des coûts de l'énergie sur les prix du transport entre villes. Le faible degré de transmission des mouvements de prix — tout comme le peu d'effet des variations du taux de change sur l'indice de référence — pourrait tenir en partie à la crédibilité accrue des politiques de bas taux d'inflation (Note technique 2).



Après avoir considérablement augmenté en 1999 et au début de 2000, les prix des produits de base non énergétiques ont fléchi depuis le début de mai, malgré la poursuite de la robuste expansion de l'économie mondiale (Graphique 3). L'appréciation du dollar américain par rapport aux autres grandes devises a contribué à empêcher les prix en dollars É.-U. de nombreux produits de base de se redresser davantage. De plus, l'abondance de l'offre a entraîné un recul des prix des produits agricoles. Les prix du bois d'œuvre ont aussi été soumis à de vives pressions à la baisse liées au ralentissement de l'activité dans le secteur de la construction aux États-Unis et à la présence de capacités excédentaires dans l'industrie.

La forte remontée qu'ont connue durant la dernière année les cours des produits de base énergétiques que le Canada exporte, combinée à l'augmentation des prix des produits non énergétiques jusqu'à la fin du premier trimestre de 2000, explique en grande partie pourquoi l'accroissement annuel de l'indice des prix en chaîne du PIB (une mesure globale du prix des biens et services

produits au Canada) demeurait à la mi-2000 bien supérieur à celui de l'indice de référence (Graphique 4). Les paiements du gouvernement fédéral résultant du règlement sur la parité salariale ont aussi fait augmenter le niveau de l'indice des prix en chaîne du PIB d'environ 0,6 % au deuxième trimestre.



Les facteurs qui influent sur l'inflation

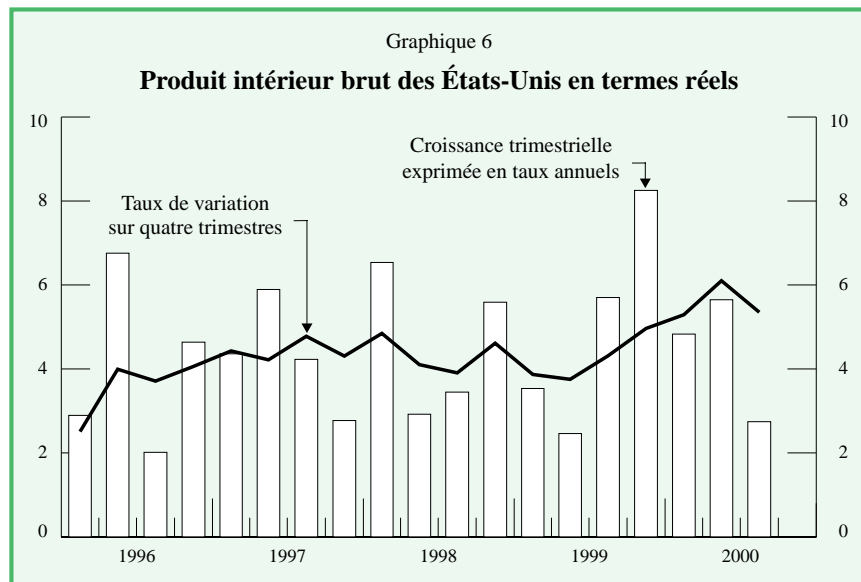
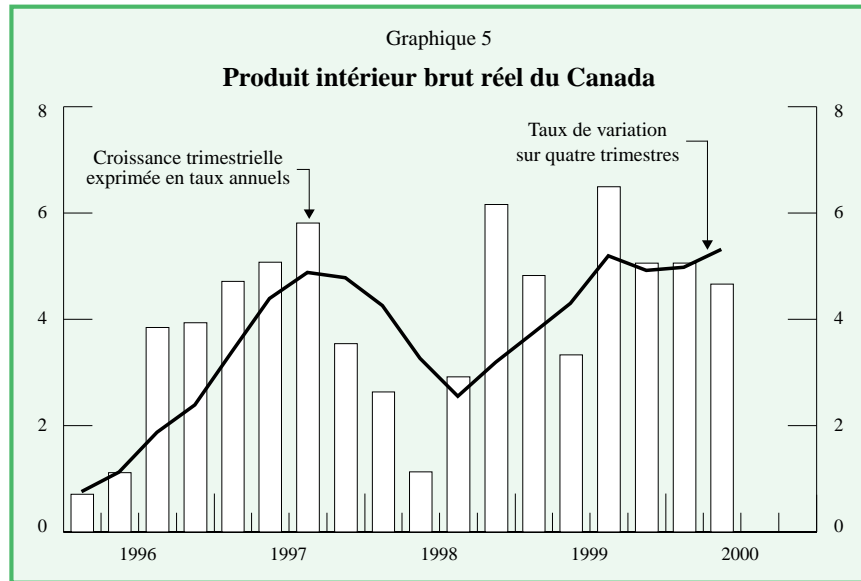
La demande globale

Après avoir augmenté de 5,8 % en taux annuel au second semestre de 1999, le PIB réel du Canada a progressé de 4,9 % au premier semestre de 2000 (Graphique 5). Ainsi, bien qu'elle ait légèrement ralenti, la croissance de l'activité économique est restée vigoureuse et nettement supérieure à celle de la production potentielle à la faveur de la hausse des exportations et des investissements des entreprises en machines et matériel. Les chiffres les plus récents donnent à penser que l'expansion s'est poursuivie à un rythme robuste de 3,5 à 4,5 % au troisième trimestre de 2000.

La croissance du PIB réel a nettement dépassé celle de la production potentielle.

Après avoir affiché une expansion rapide au premier semestre de l'année, l'économie américaine a ralenti au troisième trimestre (Graphique 6). La croissance des investissements en matériel et en logiciels est demeurée forte, malgré une décélération par rapport aux trimestres précédents.

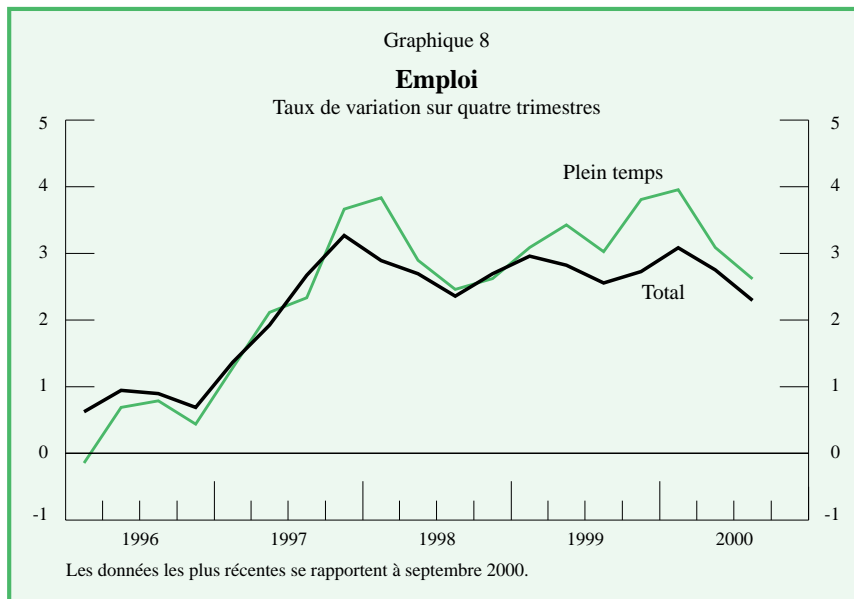
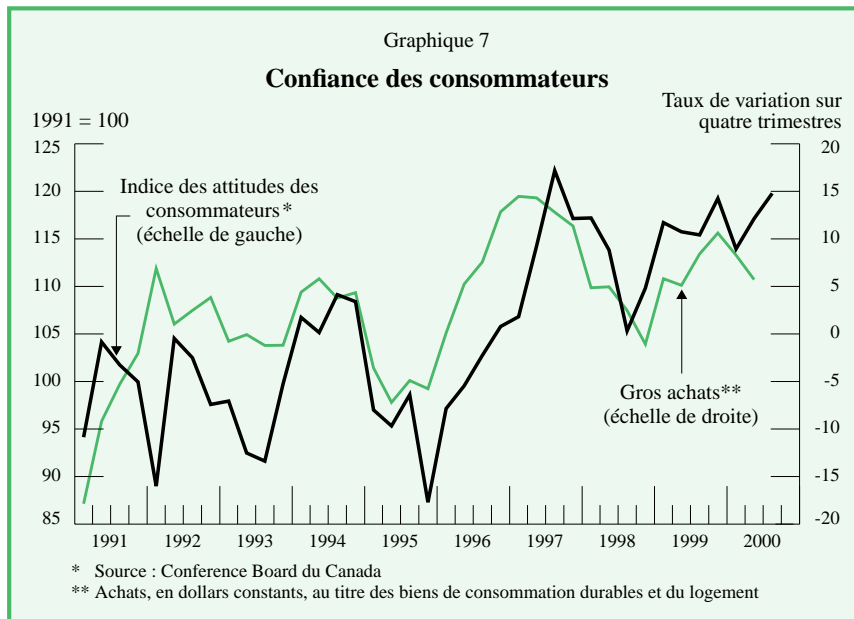
Grâce à la vigueur de la demande globale aux États-Unis et à la position concurrentielle favorable des industries canadiennes, l'essor de nos exportations, notamment celles de matériel de pointe, s'est maintenu au cours des six premiers mois de 2000. Un nouvel accroissement du volume des exportations de produits de base a aussi joué un rôle à cet égard. Les premières données dont



nous disposons indiquent que la croissance des exportations a décéléré au troisième trimestre.

Les dépenses des ménages ont continué à progresser de façon marquée.

Compte tenu du niveau de confiance élevé des consommateurs et des nouvelles hausses du revenu disponible réel, les dépenses des ménages au Canada ont continué de progresser rapidement aux deux premiers trimestres de 2000, mais à une cadence moindre qu'au second semestre de 1999 (Graphique 7). En particulier, les dépenses sensibles aux taux d'intérêt, comme l'achat de logements ou de véhicules automobiles, ont reculé durant les six premiers mois de l'année. Néanmoins, les informations obtenues jusqu'à présent portent à croire que ce type de dépenses a repris au



troisième trimestre². La croissance du revenu réel des particuliers a été alimentée par de nouveaux progrès au chapitre de l'emploi (Graphique 8) et par l'effet ponctuel des paiements du gouvernement fédéral résultant du règlement sur la parité salariale³.

2. Le recul qu'a accusé le secteur de la construction (résidentielle et non résidentielle) au deuxième trimestre de 2000 est attribuable en partie à un conflit de travail ayant touché la région de Toronto.

3. On estime que ces paiements ont fait croître le niveau du revenu des particuliers d'environ 0,7 % au deuxième trimestre de 2000.

La poussée des investissements en machines et matériel s'est poursuivie...

Stimulées par d'autres gains marqués sur le plan de la rentabilité et par des niveaux de confiance élevés, les dépenses d'investissement des entreprises ont vivement augmenté tout au long du premier semestre de 2000. La poussée des dépenses en machines et matériel s'est poursuivie, atteignant en moyenne plus de 23 % en chiffres annuels au premier semestre, contre 16 % au semestre précédent. Cette hausse soutenue témoigne de la montée continue de la demande en ordinateurs et en matériel connexe de pointe. Les dépenses en installations, en particulier dans l'industrie pétrolière et gazière, se sont aussi accrues de façon considérable au premier semestre de l'année. Les premiers indicateurs pour le troisième trimestre incitent à penser que la progression des investissements est demeurée solide.

Les investissements en stocks se sont inscrits en baisse au premier semestre de cette année en raison de la vigueur de la demande, dont on peut supposer qu'elle avait été en partie sous-estimée.

... ce qui a fait à nouveau grimper le volume des importations.

Les importations ont continué d'afficher une très vive croissance au cours des six premiers mois de 2000, principalement sous l'effet des investissements majeurs en machines et matériel effectués par les entreprises. Les importations de matières industrielles ont aussi connu une hausse marquée, ce qui s'explique par l'élan qu'il a fallu imprimer à la production pour répondre à la forte demande de biens d'exportation.

La croissance des exportations ayant légèrement dépassé celle des importations, l'excédent de la balance commerciale s'est un peu accru en volume. Les termes de l'échange se sont encore améliorés, en grande partie grâce au renchérissement de l'énergie. Aussi le solde de la balance courante (en termes nominaux) a-t-il beaucoup augmenté au premier semestre de cette année, l'excédent dégagé se chiffrant en moyenne à 1,7 % du PIB. Selon des données préliminaires, la situation de la balance courante est probablement demeurée très favorable au troisième trimestre de 2000, car une nouvelle amélioration des termes de l'échange a contrebalancé une réduction du solde commercial en termes réels.

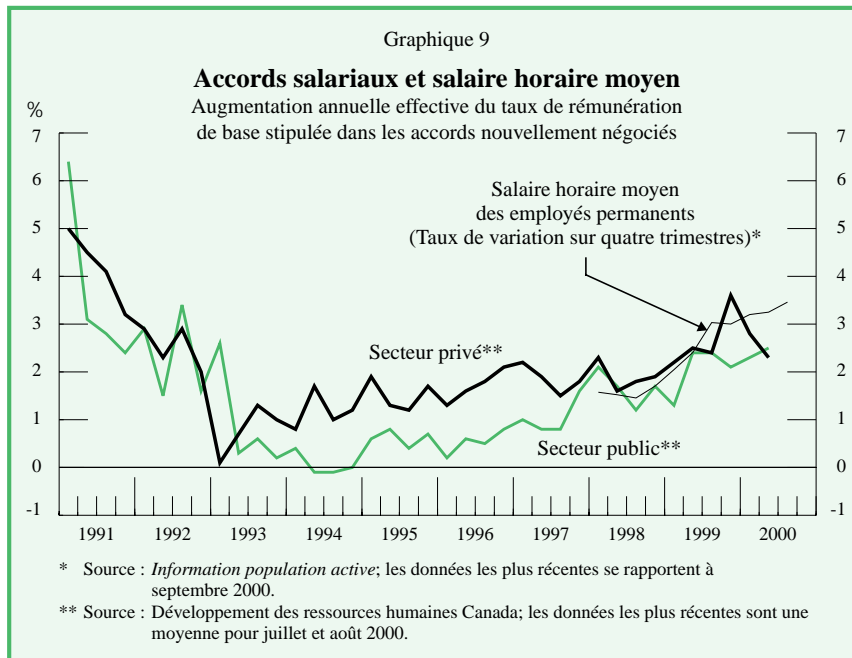
La maîtrise des coûts

Le taux d'augmentation des salaires semble être monté à environ 3 %.

La progression des salaires revêt une importance particulière lorsqu'il s'agit de surveiller l'évolution des coûts globaux, puisque les coûts de main-d'œuvre représentent plus de la moitié de l'ensemble des coûts de production. D'après les indicateurs dont nous disposons, les salaires semblent avoir augmenté d'environ 3 % au premier semestre de 2000. Compte tenu de l'accroissement récent de la productivité du travail, la hausse sous-jacente des coûts de main-d'œuvre reste compatible avec le maintien de l'inflation mesurée par l'indice de référence bien à l'intérieur de la fourchette cible.

La croissance de la productivité du travail s'étant raffermie...

En glissement annuel, l'augmentation des gains horaires moyens (heures supplémentaires non comprises) pour les employés permanents a été de 3,5 % au troisième trimestre de 2000, en hausse



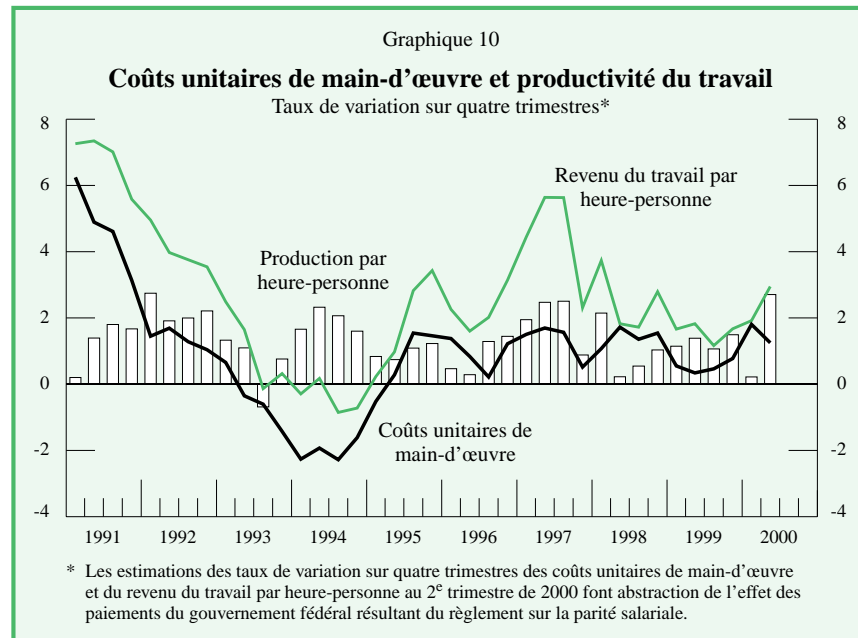
par rapport au taux de 3,0 % affiché au dernier trimestre de 1999. Le taux d'accroissement tendanciel sur quatre trimestres du revenu du travail par heure-personne, une autre mesure globale du taux de variation des salaires, s'est chiffré à 3 % environ au second trimestre de 2000⁴. La moyenne des hausses annuelles consenties aux employés syndiqués du secteur privé s'est établie à 2,3 % pour les huit premiers mois de 2000, en légère baisse par rapport à la moyenne de 2,6 % enregistrée en 1999 (Graphique 9).

La productivité du travail, mesurée par la production par heure-personne, s'est nettement améliorée au premier semestre de 2000. Sa progression a atteint plus de 2,5 % entre le deuxième trimestre de 1999 et celui de cette année (Graphique 10). Il se pourrait que la forte poussée des investissements en machines et matériel ces dernières années commence à faire sentir ses effets sur la croissance tendancielle de la productivité du travail⁵. Cet

... la hausse tendancielle des coûts de main-d'œuvre a été modeste.

4. Dans le calcul de la hausse tendancielle du revenu du travail, il a été fait abstraction de l'incidence des paiements du gouvernement fédéral résultant du règlement sur la parité salariale, qui a relevé de 1,1 % le niveau du revenu total du travail au deuxième trimestre.

5. L'expansion du PIB réel observée au cours de la dernière année a été concentrée dans la production de biens et services de haute technicité, dont les prix ont beaucoup baissé depuis 1992. Par conséquent, la contribution de ces composantes à la croissance globale est surévaluée dans la mesure usuelle du PIB réel, qui repose sur les prix en vigueur en 1992. Si l'on recourait plutôt à l'indice de volume en chaîne de Fisher pour estimer le PIB réel — comme c'est le cas aux États-Unis —, la hausse en glissement annuel de la production par heure-personne au deuxième trimestre de 2000 serait ramenée à 2 %. Néanmoins, quelle que soit la mesure de la production globale utilisée, la productivité du travail a enregistré l'année dernière une progression qui dépasse largement le taux tendanciel de croissance d'environ 1 % par an observé durant la période s'étalant de 1975 à 1999.



essor de la production par travailleur a contribué à contenir la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre qui, si l'on fait abstraction de l'effet ponctuel des paiements du gouvernement fédéral résultant du règlement sur la parité salariale, se situait au milieu de l'année tout juste au-dessus de 1 % (en glissement annuel).

Les pressions estimatives sur la capacité de l'économie

Les plus récentes données fournissent une évaluation plus optimiste du niveau actuel de la production potentielle et de ses perspectives de croissance. Au moment de la rédaction du *Rapport* de mai, différents indicateurs laissaient supposer que la mesure économétrique de la production potentielle que la Banque utilise pouvait avoir sous-estimé les capacités de production totales au sein de l'économie canadienne. La dernière mise à jour de cette mesure (Note technique 3) donne maintenant à penser que notre économie tournait à la fin de 1999 légèrement en deçà des limites de sa capacité de production, et non à un rythme de près de 0,75 % au-dessus de celles-ci, comme nous l'indiquions dans le dernier *Rapport*.

Selon la nouvelle estimation, toutefois, une demande excédentaire serait apparue dans l'économie au premier semestre de 2000, la croissance de la production globale étant demeurée supérieure au rythme auquel la capacité de production peut augmenter selon les estimations (Graphique 11).

Bien que la mesure économétrique de la production potentielle donne à penser que l'économie est en situation de demande excédentaire...

Note technique 3
**Révisions apportées à la mesure économétrique
 de la production potentielle**

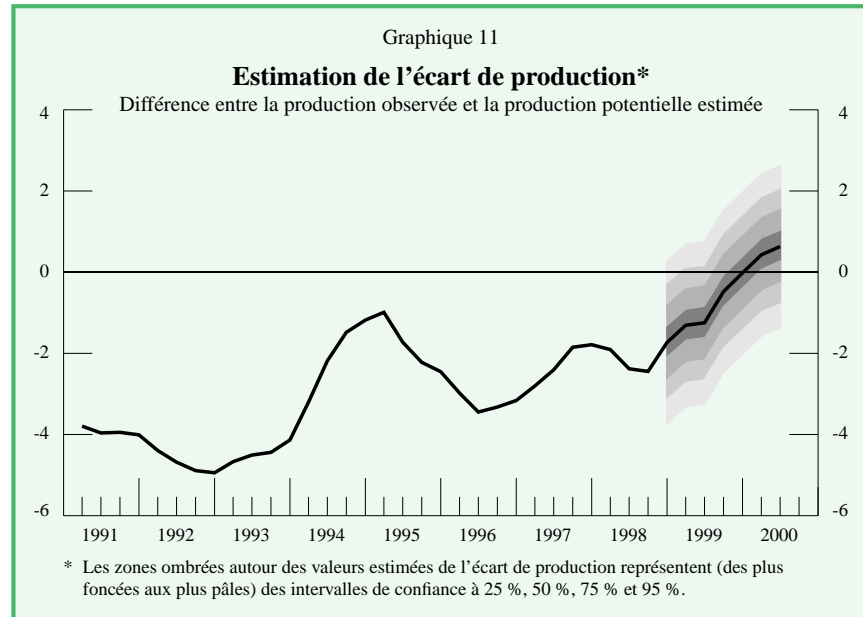
La production potentielle désigne la quantité de biens et de services que l'économie peut générer de façon soutenue sans attiser les pressions inflationnistes. Comme elle ne peut être observée directement, il faut l'estimer. La Banque met constamment à jour ses estimations du potentiel de l'économie à la lumière des nouvelles données qu'elle reçoit et des résultats des recherches visant à cerner le profil d'évolution tendanciel des déterminants de la production potentielle.

Les révisions que la Banque vient d'apporter à sa mesure économétrique de la production potentielle peignent un tableau plus optimiste de la capacité de l'économie que celui qui avait été brossé dans le *Rapport* de mai dernier. Selon les nouvelles estimations, l'économie tournait juste en deçà des limites de sa capacité à la fin de 1999. Ce relèvement du niveau estimatif de la production potentielle est dû au rajustement à la hausse de la croissance tendancielle de la main-d'œuvre disponible et de la productivité du travail, attribuable à la publication de données révisées pour le PIB et à l'évolution récente de l'inflation des salaires et des prix.

La réévaluation du profil d'évolution passé de l'offre de main-d'œuvre reflète en partie la forte reprise du marché du travail depuis 1997, qui n'a engendré aucune pression importante sur les coûts. Les estimations des taux d'activité tendanciel des jeunes et des personnes d'âge mûr ont été révisées à la hausse en raison d'une augmentation plus marquée que prévu des taux d'activité de ces deux groupes. En outre, les réformes structurelles sur le marché du travail ont probablement entraîné un accroissement de la main-d'œuvre disponible. Un examen de la progression récente de la productivité du travail fait également ressortir un taux tendanciel de croissance supérieur aux estimations antérieures. Toutefois, le regain de croissance de la productivité demeure à l'intérieur de l'intervalle normal de variation.

Étant donné la croissance tendancielle plus forte de la main-d'œuvre disponible et de la productivité du travail et compte tenu de la poursuite de l'essor de l'investissement, la mesure économétrique de la Banque laisse maintenant entrevoir un rythme d'expansion de la production potentielle allant de 2,75 à 3,25 % en 2000 et durant les années suivantes, ce qui est plus élevé que la plage de 2,5 à 3,0 % indiquée dans le *Rapport* de mai dernier.

Cette mesure de la production potentielle continuera d'être mise à jour en fonction des nouvelles données obtenues. Toutefois, comme elle fait appel à des données rétrospectives, elle met un certain temps à s'ajuster aux modifications des tendances fondamentales. En cette ère d'évolution rapide des technologies, il y a donc un risque que la mesure économétrique sous-estime la production potentielle. L'évaluation du niveau de la production potentielle par rapport au PIB réel doit par conséquent s'appuyer sur une gamme plus vaste d'indicateurs de la capacité de production et des pressions inflationnistes.



Il convient de souligner, encore une fois, que les estimations de l'écart de production sont entachées d'une grande incertitude. Et puisque la mesure usuelle ne réagit qu'avec un certain retard, elle risque de sous-estimer la capacité de production en période de progrès techniques intenses. Ce risque est renforcé par l'ampleur des investissements qui ont été réalisés depuis 1996 dans les domaines de l'informatique et des technologies de l'information et par l'intensité des restructurations opérées par les entreprises canadiennes au cours des années 1990⁶. En conséquence, la Banque surveille une vaste gamme d'indicateurs de la production potentielle.

... il subsiste un risque que cette mesure sous-estime la capacité de production de l'économie.

Certains de ces indicateurs donnent à penser qu'il subsistait des capacités excédentaires dans l'appareil de production au cours des six premiers mois de l'année. Il est à noter, en premier lieu, que l'inflation mesurée par l'indice de référence a été inférieure aux projections. En outre, le ratio des commandes en carnet aux expéditions dans le secteur de la fabrication a très peu varié au cours de la dernière année et se situe en dessous du niveau atteint en 1998. Enfin, la forte augmentation du taux d'activité indiquerait que l'offre de travail s'est accrue aussi rapidement que la demande, et les hausses sous-jacentes des coûts unitaires de main-d'œuvre sont restées faibles.

6. Kwan (2000) examine les résultats d'une enquête menée récemment par les représentants régionaux de la Banque du Canada auprès d'un certain nombre d'entreprises en vue de comparer les restructurations des années 1980 avec celles des années 1990.

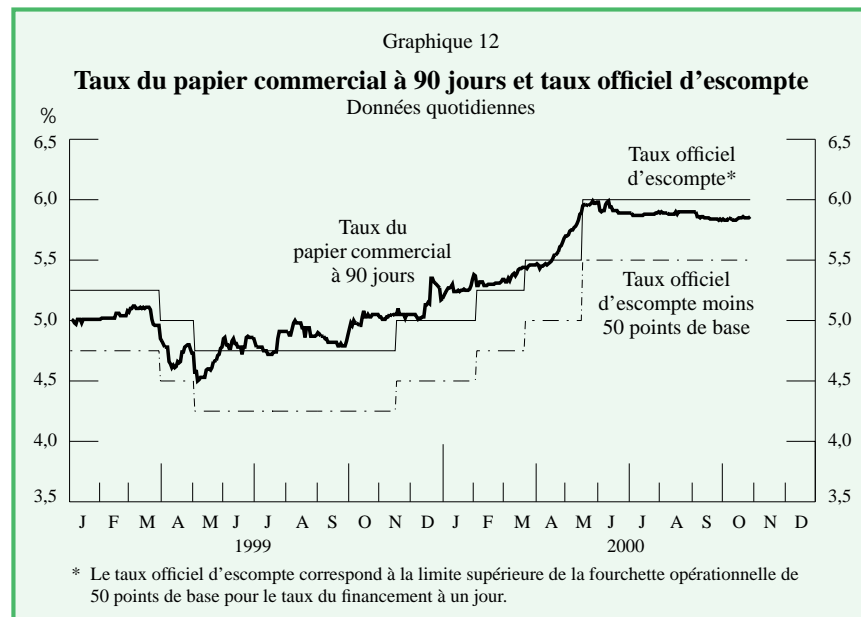
Un certain nombre d'autres indicateurs semblent plutôt étayer l'opinion selon laquelle l'économie se trouve maintenant en situation de demande excédentaire. La mesure du taux d'utilisation des capacités dans le secteur de la fabrication de produits non agricoles a dépassé au second trimestre de 2000 le niveau atteint à la fin des années 1980. On a aussi signalé des pénuries de main-d'œuvre qualifiée, surtout dans les secteurs du génie, de la construction, du transport ainsi que de l'hébergement et de la restauration. De plus, il est possible que, les politiques de maîtrise de l'inflation ayant gagné en crédibilité, les pressions sur l'appareil de production mettent maintenant plus de temps à se répercuter sur les prix et les salaires.

Dans l'ensemble, les résultats dont nous disposons n'ont pas confirmé que l'économie se trouvait, au milieu de l'année, aux prises avec une demande excédentaire, mais ils portent à croire qu'elle fonctionne à un niveau proche des limites de sa capacité de production.

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

La Banque a relevé les taux d'intérêt à court terme de 50 points de base afin de maintenir l'inflation tendancielle à l'intérieur de la fourchette cible.

Le 17 mai dernier, peu après la parution du *Rapport* de mai, la Banque du Canada a relevé le taux officiel d'escompte de 50 points de base pour le porter à 6 % (Graphique 12). Cette mesure était jugée nécessaire pour maintenir la tendance future de l'inflation près du point médian de la fourchette de 1 à 3 % visée par la Banque et permettre ainsi à l'économie canadienne de continuer de croître à un rythme soutenable. Depuis novembre 1999, le taux d'escompte a été majoré de 125 points de base par rapport au niveau de 4,75 % auquel il s'était maintenu durant la majeure partie de l'année dernière.



Le relèvement de mai, qui faisait suite à une décision du même ordre de la Réserve fédérale américaine, a été motivé par les craintes que la vigueur de la demande de produits canadiens au pays et à l'étranger ne pousse l'appareil de production aux limites de sa capacité. Étant donné que les États-Unis constituent un débouché important pour nos exportations, la mesure adoptée par la Réserve fédérale en vue de modérer la croissance rapide de l'économie américaine a fait ressortir le risque toujours présent que les pressions s'exerçant du côté de la demande et de l'inflation dans ce pays ne se propagent au Canada. La décision de la Banque d'emboîter le pas à la Réserve fédérale reflète les similitudes actuelles de la conjoncture économique dans les deux pays, notamment les forts taux de croissance de la demande globale.

Des différences notables séparent cependant les deux économies. Puisque l'inflation tendancielle est plus faible ici que chez nos voisins du sud et que notre économie n'a pas connu une expansion aussi vive ni aussi longue que la leur, le taux cible pour le financement à un jour au Canada demeure inférieur de 75 points de base à celui visé aux États-Unis pour les fonds fédéraux.

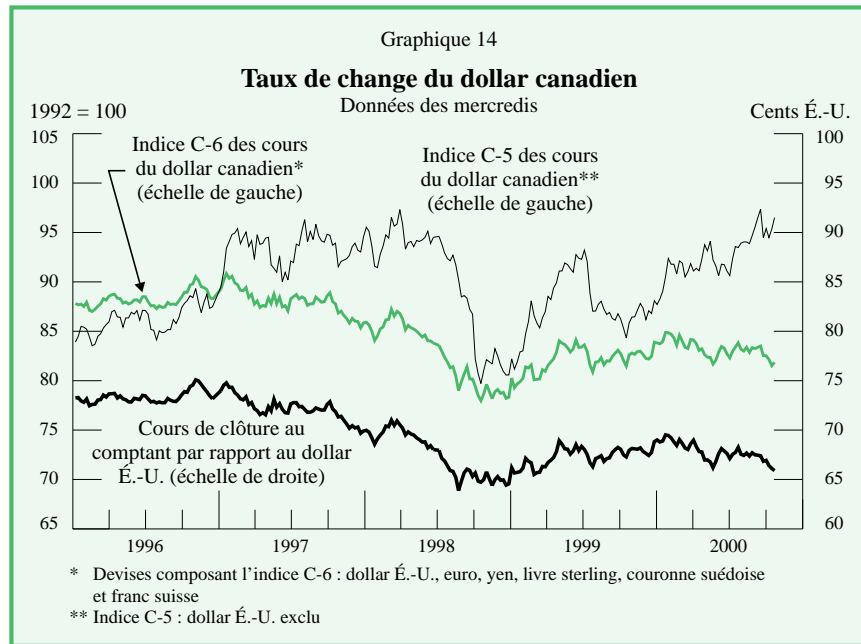
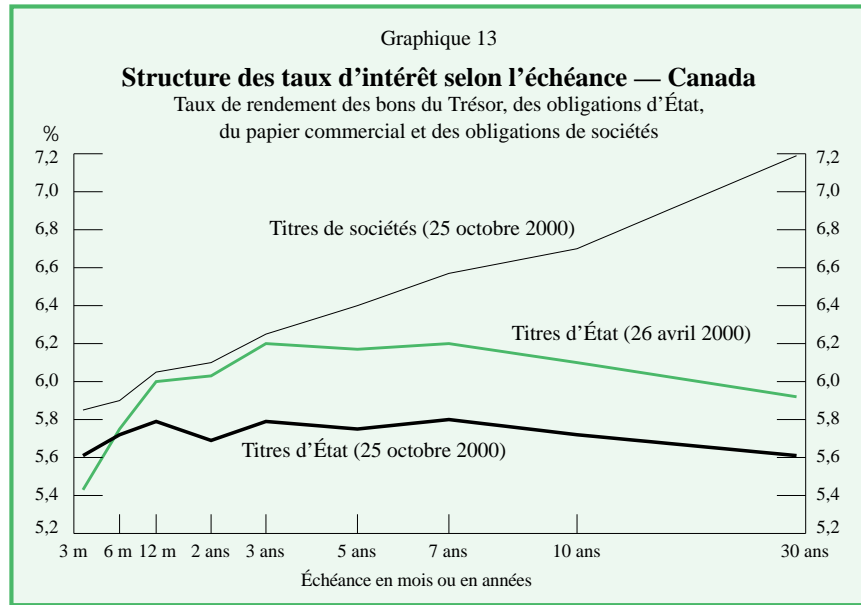
Les marchés financiers avaient en grande partie prévu le moment et l'amplitude des hausses du taux d'escompte dans les deux pays, de sorte que le gros de l'augmentation du taux du papier commercial à 90 jours s'était déjà opéré avant que les banques centrales n'interviennent. Depuis, on a assisté à un léger recul des taux du papier commercial à 90 jours, et les opérateurs des marchés financiers s'attendent maintenant de façon générale à ce que les taux restent stables au cours des prochains mois. Ils voient dans les données récentes les signes d'un ralentissement de l'économie américaine et semblent croire que les gains de productivité accroîtront le potentiel de croissance des deux pays, de sorte que de nouveaux relèvements des taux d'intérêt seront moins nécessaires.

Les rendements des obligations nord-américaines ont fléchi après l'intervention des banques centrales, le resserrement des conditions monétaires réduisant le risque perçu d'une hausse de l'inflation. Plus récemment, l'augmentation de l'incertitude sur les marchés financiers internationaux a fait reculer les rendements des titres américains par rapport à ceux des titres canadiens, et l'écart entre les taux pratiqués au Canada et aux États-Unis est devenu légèrement positif pour les échéances allant de 5 à 10 ans. Bien que les réductions effectives et anticipées de la dette publique continuent d'exercer des pressions à la baisse sur les rendements des obligations d'État à long terme, l'inversion de la courbe de rendement de ces obligations est un peu moins prononcée qu'au moment de la rédaction du *Rapport* de mai dernier. La courbe de rendement des obligations de sociétés canadiennes, qui a été moins touchée par la réduction de l'offre de titres d'État, conserve une pente positive normale (Graphique 13).

Le cours du dollar canadien par rapport au dollar américain a généralement fluctué entre 65,3 et 68,3 cents É.-U. depuis mai (Graphique 14). Il a varié au gré des attentes des marchés financiers concernant la force relative de l'expansion économique au Canada et aux États-Unis, de l'évolution prévue des écarts de taux d'intérêt entre les deux pays et de la volatilité observée dernièrement sur les marchés financiers internationaux. Il se peut également que la récente faiblesse des prix des produits de base non énergétiques ait eu une incidence négative sur le cours du dollar canadien. Toutefois, le climat d'inflation faible et stable, la croissance vigoureuse du PIB réel et l'excédent considérable de la balance courante enregistré au deuxième trimestre ont contribué à soutenir le dollar canadien. Le billet vert est demeuré robuste par rapport à la plupart des grandes monnaies, aidé en cela par le fait

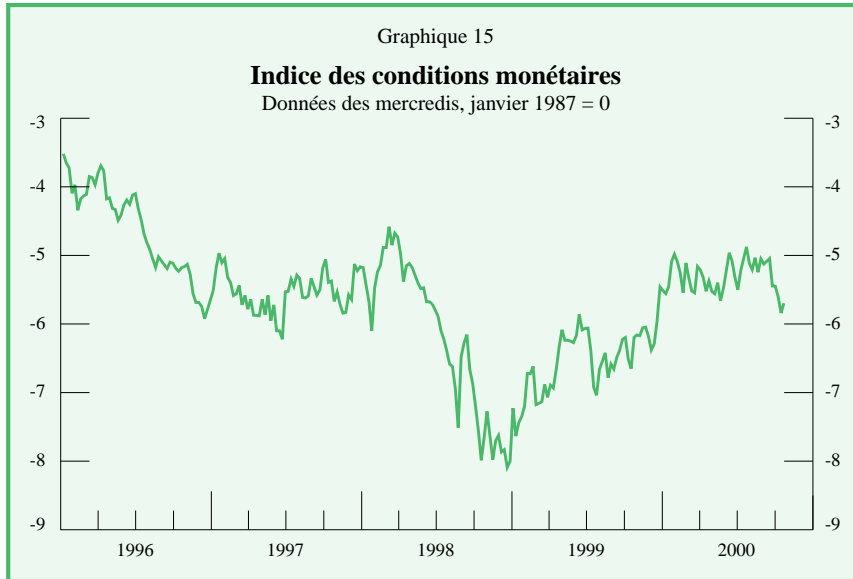
Les rendements obligataires ont fléchi après l'intervention des banques centrales, les risques d'inflation ayant diminué aux yeux des marchés.

Le dollar canadien a fluctué vis-à-vis du dollar É.-U. et il s'est apprécié vivement par rapport aux autres grandes monnaies.



que l'économie américaine continue d'afficher un très grand dynamisme, un bas taux d'inflation et de solides gains de productivité. Il s'est encore raffermi ces derniers temps en raison de l'attrait que présentent les avoirs américains dans le climat de nervosité actuel. Le dollar canadien s'est lui aussi apprécié vivement par rapport à la plupart des autres grandes monnaies; sa valeur a augmenté d'environ 5 % par rapport à la livre sterling et de quelque 12 % par rapport à l'euro depuis le début de l'année.

Au cours des six derniers mois, l'indice des conditions monétaires de la Banque a fluctué entre -5,5 et -5,0. Plus récemment, il a oscillé entre -5,5 et -6,0, au gré des variations du dollar canadien par rapport à la devise américaine (Graphique 15).



À compter de décembre, la Banque appliquera un nouveau système de dates préétablies pour la mise en œuvre des modifications du taux officiel d'escompte (Note technique 4). Le nouveau système contribuera à améliorer la conduite et l'efficacité de la politique monétaire en focalisant l'attention sur la situation économique au Canada et en favorisant une meilleure compréhension des décisions prises par la banque centrale.

Note technique 4
**Adoption de dates fixes pour l'annonce
 des décisions de politique monétaire**

La Banque est en train d'instaurer un système de huit dates fixes — c'est-à-dire préétablies — par an pour l'annonce des modifications qui seront apportées au taux d'escompte officiel. Les nouvelles dispositions remplacent celles qui ont été en vigueur jusqu'ici et en vertu desquelles le taux d'escompte pouvait être modifié n'importe quel jour ouvrable. À compter de la première annonce, qui aura lieu en décembre, et à l'occasion de chacune des huit dates préétablies, la Banque diffusera à 9 h un communiqué dans lequel elle annoncera sa décision de modifier ou non le taux d'escompte et expliquera les principaux facteurs qui auront motivé sa décision. Un calendrier comportant huit dates cadre bien avec le cycle de publication des données que la Banque utilise pour cerner l'évolution des tendances au sein de l'économie. Il convient de signaler que la Banque se réserve le droit de prendre des mesures de politique monétaire entre deux dates préétablies; cependant, elle ne se prévaudra de cette option que dans des circonstances exceptionnelles.

La Banque croit que le nouveau régime contribuera à accroître l'efficacité de la politique monétaire. L'instauration de dates fixes atténuera l'incertitude qu'occasionne sur les marchés financiers le fait que ces derniers ignorent le jour où une modification du taux d'escompte sera annoncée, et devrait contribuer à améliorer le fonctionnement des marchés financiers. Elle donnera à la Banque du Canada huit nouvelles occasions de rendre compte auprès du public de l'évolution économique et de la conduite de la politique monétaire. Cela devrait aider les opérateurs des marchés et le public à mieux comprendre l'évaluation que fait la Banque de la situation économique au Canada et à anticiper la direction qu'empruntera la politique monétaire. De plus, le calendrier de dates fixes de la Banque sera différent de celui de la Réserve fédérale des États-Unis, ce qui focalisera l'attention sur la conjoncture économique et monétaire canadienne dans les jours précédant chacune des décisions de politique monétaire. L'adoption de dates fixes fournira aussi régulièrement à la Banque l'occasion de mettre en lumière la portée à moyen terme de la politique monétaire et lui permettra d'accroître sa transparence, de mieux rendre compte de ses actes et d'intensifier le dialogue qu'elle entretient avec le public¹.

Calendrier des annonces à venir

Mardi 5 décembre 2000
Mardi 23 janvier 2001
Mardi 6 mars 2001
Mardi 17 avril 2001
Mardi 29 mai 2001
Mardi 17 juillet 2001
Mardi 28 août 2001
Mardi 23 octobre 2001
Mardi 27 novembre 2001

1. Pour obtenir des précisions sur le nouveau système, se reporter aux communiqués émis à ce sujet par la Banque les 19 septembre et 30 octobre 2000.

4. LES PERSPECTIVES EN MATIÈRE D'INFLATION

Selon nos analyses, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait s'inscrire en hausse au Canada et atteindre au cours du second semestre de l'année prochaine le point médian de la fourchette de 1 à 3 % visée par la Banque. Si les cours mondiaux du pétrole n'augmentent pas par rapport aux niveaux élevés observés ces derniers mois, le taux de progression annuel de l'IPC global devrait baisser graduellement durant cette période, pour s'établir aux alentours de 2 %. Cependant, cette projection est entachée de plusieurs incertitudes importantes.

La conjoncture internationale

Depuis le milieu de 1999, l'expansion économique est devenue plus synchronisée à l'échelle internationale et affiche un grand dynamisme. Cette évolution accentue les risques d'une intensification des pressions inflationnistes et pourrait amener les banques centrales de certains pays à relever leurs taux directeurs. Le renchérissement de l'énergie n'a pas encore eu de répercussions notables sur la progression de la production mondiale. Cependant, plus les prix de l'énergie resteront élevés, plus ils seront susceptibles d'entraver la croissance des pays qui dépendent des importations de pétrole. Les hauts niveaux des cours de l'énergie accroissent également le risque d'une montée de l'inflation en raison de leur incidence possible sur les attentes d'inflation dans certains pays. En revanche, le fait que nombre d'autorités monétaires ont gagné en crédibilité ces dernières années devrait contribuer à réduire ce risque.

La reprise de nombreuses économies à marché émergent au lendemain de la crise financière de 1997-1998 se poursuit. Au début, cette reprise tenait en bonne partie à l'essor marqué du volume des exportations, notamment vers les États-Unis. Récemment, toutefois, la demande intérieure s'est nettement redressée.

Dans la zone euro, le rythme de croissance du PIB réel s'est stabilisé à environ 3,5 % au premier semestre de 2000, et l'on s'attend à ce que l'activité reste vigoureuse au cours des prochains trimestres à la faveur d'un raffermissement de la demande intérieure et de l'élan insufflé aux exportations par la dépréciation qu'a connue l'euro. La Banque prévoit que la croissance du PIB réel dans la zone euro avoisinera 3,5 % en 2000 et 3 % en 2001.

En août, la Banque du Japon a porté à 0,25 % sa cible pour le taux du financement à un jour, abandonnant ainsi sa politique de maintien à zéro de ce taux. Cette mesure visant à rendre la politique monétaire moins expansionniste a été motivée par le bond que le rythme d'expansion de la production a enregistré au premier semestre de 2000 grâce au niveau élevé des investissements des entreprises et au dynamisme de la demande de

Le dynamisme de la croissance économique mondiale et la hausse des prix de l'énergie accentuent les risques d'une intensification des pressions inflationnistes.

On s'attend à ce que l'activité économique en Europe demeure vigoureuse.

L'économie japonaise est en train de se redresser mais reste fragile.

produits japonais à l'étranger. L'économie nipponne demeure cependant fragile : de nouveaux efforts de restructuration s'imposent dans le secteur financier, et la dépense des ménages reste faible. La reprise au Japon pourrait être compromise par le renchérissement de l'énergie, en raison de la dépendance particulière de ce pays à l'égard des importations de pétrole. La Banque prévoit que la croissance du PIB réel au Japon devrait atteindre environ 2 % en 2000 et 1,5 % en 2001.

L'expansion ralentit aux États-Unis.

Aux États-Unis, bien que la demande globale reste robuste, des données récentes indiquent un ralentissement de la croissance, en particulier dans les secteurs du logement et de la construction non résidentielle. Même si l'on s'attend à ce que les majorations passées de taux d'intérêt modèrent encore davantage la croissance, les risques d'une recrudescence de l'inflation subsistent en raison de la vigueur de l'activité et des tensions régnant sur le marché du travail. La progression du PIB réel aux États-Unis devrait se situer aux alentours de 5 % en 2000 et de 3 à 3,5 % en 2001. La hausse des prix du pétrole pourrait réduire davantage cette progression, mais il se peut également qu'elle entraîne un relèvement des taux d'intérêt si elle se répercute sur les anticipations d'inflation.

Les prix des produits de base non énergétiques devraient remonter légèrement.

Même si les États-Unis puisent modestement dans leurs réserves stratégiques d'hydrocarbures, les cours du pétrole brut devraient demeurer relativement fermes tout au long de l'hiver; ils pourraient toutefois reculer avec l'arrivée du temps doux. On s'attend à ce que les prix des produits de base non énergétiques augmentent de pair avec la demande globale.

La demande et l'offre globales au Canada

La progression des exportations canadiennes devrait décélérer.

Les perspectives de croissance aux États-Unis jouent un rôle important dans l'évolution projetée de l'économie canadienne. Par exemple, l'avance de nos exportations devrait décélérer au cours des 18 prochains mois, parallèlement au tassement prévu de l'expansion chez nos voisins du sud. L'impulsion moindre fournie par la dépréciation passée du dollar canadien ainsi que la récente faiblesse des cours des produits de base non énergétiques devraient agir dans le même sens. On s'attend néanmoins à ce que la croissance et le niveau des exportations demeurent élevés. La fermeté des prix de l'énergie pourrait également contribuer à freiner la progression du secteur manufacturier, mais elle pourrait aussi encourager les investissements, l'exploration et les exportations dans le secteur énergétique.

On prévoit que la dépense des ménages continuera de croître vigoureusement...

La dépense des ménages canadiens devrait s'accroître à un rythme rapide, sous l'effet des conditions favorables du marché du travail et des baisses des taux d'imposition des particuliers. La volatilité récente des marchés boursiers et l'incidence de la montée des cours de l'énergie sur le revenu disponible pourraient toutefois modérer les projets de dépenses.

On prévoit que la progression des investissements des entreprises décélérera par rapport à la cadence très rapide observée ces derniers trimestres, mais elle devrait continuer de contribuer fortement à l'expansion de la demande globale et de la capacité de production de l'économie. L'avance des importations devrait également se modérer, en raison surtout d'un ralentissement de l'essor des exportations et de la demande de biens d'équipement.

Selon les plus récentes prévisions du secteur privé concernant le taux d'accroissement du PIB réel au Canada, celui-ci sera de 4,7 % (en moyenne annuelle) cette année et de 3,5 % en 2001. Lors de la parution du *Rapport* de mai, les prévisionnistes tablaient sur des taux de 4,1 % en 2000 et de 3,1 % en 2001.

Étant donné la révision à la hausse du niveau d'activité enregistré au second semestre de 1999 et la tenue relativement vigoureuse de l'économie au cours des six premiers mois de cette année, la Banque prévoit que la croissance de la production au Canada atteindra près de 5 % en 2000⁷ et qu'elle se situera l'an prochain à l'intérieur d'une plage allant de 3 à 4 %. Elle sera donc supérieure aux estimations de la croissance de la production potentielle, qui s'établissent entre 2,75 et 3,25 %. Ce pronostic implique que l'économie canadienne continuera d'absorber les capacités excédentaires restantes pendant le second semestre de cette année et qu'elle pourrait être aux prises avec une demande excédentaire vers la fin de 2000 ou le début de 2001. Mais il suppose également un ralentissement du taux d'expansion de la production au cours de l'année prochaine dans le sillage de la décélération prévue de l'économie américaine.

Les projections relatives à l'équilibre entre la demande et l'offre pour l'an prochain doivent tenir compte non seulement de l'incertitude entourant le *niveau* de la production potentielle, mais aussi de celle concernant le *taux de croissance* futur des capacités de production. Bien que le rythme de progression de la production potentielle puisse s'accélérer si les avantages liés à l'utilisation des nouvelles technologies de l'information et de la communication se répandent dans un grand nombre d'industries canadiennes, la Banque hésite à tabler sur un taux tendanciel d'expansion plus élevé de la production potentielle.

La mesure des attentes relatives à l'inflation

Les attentes du public à l'égard d'une hausse à court terme de l'IPC se sont légèrement intensifiées par suite du renchérissement de l'énergie. À ce jour, toutefois, cela n'a pas influé sensiblement sur le taux d'inflation attendu à long terme, qui continue d'avoisiner 2 %.

7. Dans la *Mise à jour* qu'elle a publiée au mois d'août, la Banque prévoyait que la croissance du PIB réel s'établirait cette année entre 4,25 et 4,75 % en moyenne annuelle, ce qui dépassait quelque peu les projections contenues dans le *Rapport* de mai.

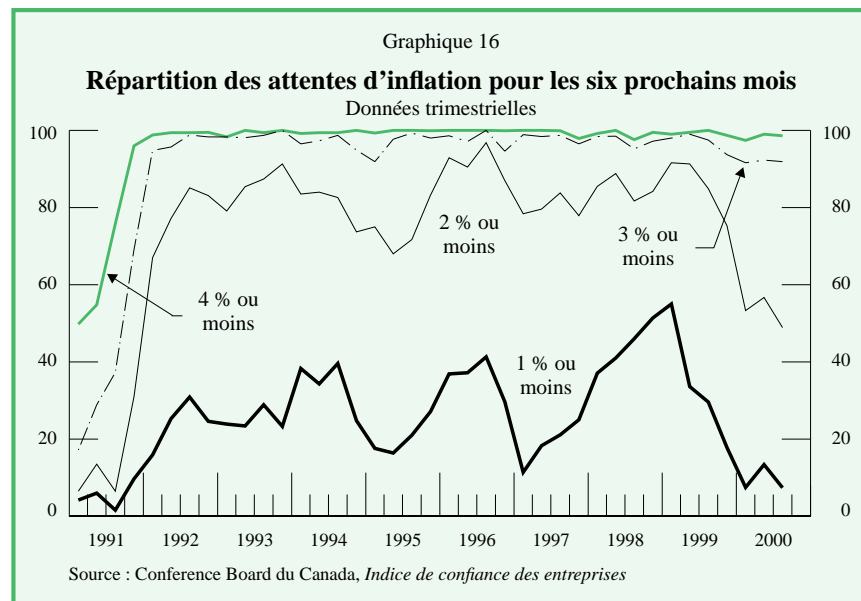
... tandis que les investissements des entreprises pourraient augmenter à un rythme plus modéré.

La croissance de la production devrait s'approcher de 5 % en 2000...

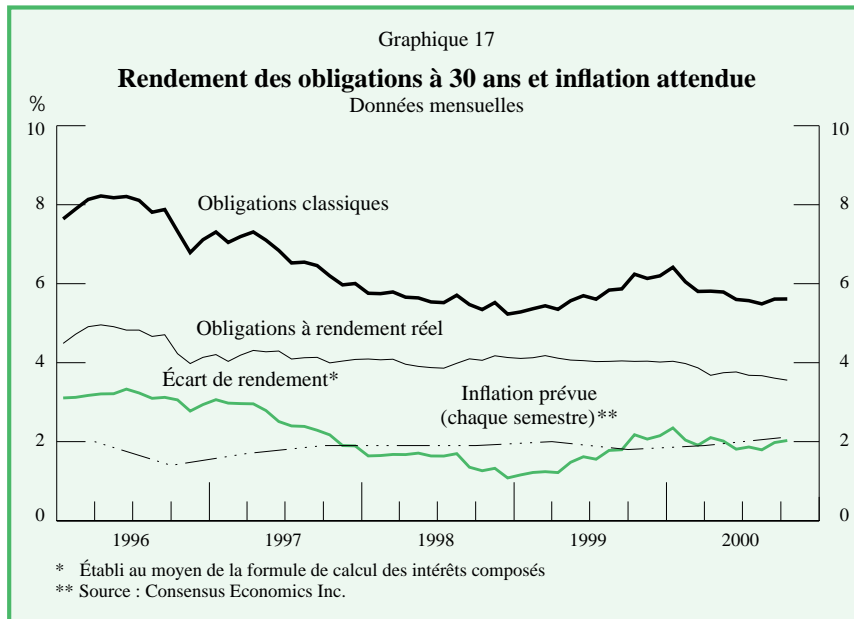
... et ralentir pour se situer entre 3 et 4 % en 2001.

Le renchérissement de l'énergie n'a pas poussé à la hausse l'inflation attendue à long terme.

Les résultats de l'enquête périodique du Conference Board sur la confiance des entreprises canadiennes qui ont été publiés à l'automne révèlent que 49 % des répondants s'attendaient à ce que les prix s'accroissent en général au cours des six mois suivants à un rythme de 2 % ou moins, et 92 %, à un rythme de 3 % ou moins (Graphique 16). Ces pourcentages sont inférieurs à ceux d'il y a un an, en particulier la proportion de répondants qui anticipaient un taux d'inflation de 2 % ou moins. Cette baisse signifie que le taux d'inflation attendu à court terme a augmenté et se situe maintenant plus près du point médian de la fourchette cible de la Banque. Selon les prévisions du secteur privé, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait s'établir en moyenne à 2,7 % en 2000 (en hausse par rapport aux 2,3 % avancés au printemps) et à 2,4 % en 2001 (contre 2,1 % au printemps). Les taux d'inflation prévus à plus long terme varient encore généralement entre 1,8 et 2,1 %, selon l'horizon considéré (Graphique 17).



L'écart de rendement entre les obligations classiques et les obligations à rendement réel se maintient aux alentours de 2 %. Étant donné que des facteurs liés à l'offre perturbent les marchés obligataires, il est devenu difficile de tirer des renseignements fiables de cette mesure. On ne peut donc pas conclure que le taux d'inflation attendu à long terme se situe exactement au niveau que laisse supposer l'écart de rendement. Celui-ci porte néanmoins à croire que les investisseurs sont convaincus que l'on n'assistera pas à une recrudescence de l'inflation à long terme.



Les autres facteurs qui influent sur l'inflation

On prévoit toujours que l'incidence sur l'indice de référence de l'escalade des cours du pétrole brut survenue cette année sera faible. Jusqu'ici, les effets sur les prix se sont généralement limités aux tarifs aériens et aux coûts du transport local. Bien que la hausse des prix du pétrole soit maintenant plus susceptible, en raison de sa persistance, de se répercuter sur les autres composantes de l'indice de référence, on estime que ses répercussions seront modestes. La concurrence devrait demeurer vive dans le commerce de détail, et les entreprises pourraient prendre des mesures afin d'économiser l'énergie.

Par contre, les perspectives d'accroissement de l'IPC global au cours des prochains mois sont fortement tributaires des hypothèses relatives à l'évolution probable des prix du pétrole brut. Si le cours du baril de West Texas Intermediate se situe à environ 30 dollars É.-U. à la fin de l'année, le taux d'augmentation sur douze mois de l'IPC global devrait se replier à environ 2,5 % au premier trimestre de 2001. Par comparaison, ce taux s'établirait autour de 3,4 % au premier trimestre de l'an prochain si le cours passe à 35 dollars É.-U. ou à quelque 1,7 % si ce dernier tombe à 25 dollars É.-U.

Les salaires devraient augmenter à un rythme compatible avec les gains de productivité et l'inflation projetée. Selon l'enquête que la Banque a réalisée en septembre auprès des associations

On s'attend à ce que l'augmentation des prix de l'énergie n'ait que peu d'effet sur l'inflation mesurée par l'indice de référence.

industrielles, les hausses salariales seront plus élevées au cours des douze prochains mois. Les effets de la progression plus rapide des salaires sur les coûts unitaires de main-d'œuvre devraient être contrebalancés en partie par l'accélération de la croissance de la productivité du travail; le taux d'accroissement des coûts unitaires de main-d'œuvre devrait donc augmenter et atteindre un rythme équivalant au taux d'inflation projeté.

Les autres indicateurs des pressions inflationnistes

Les prix des actifs réagissent aux attentes liées à l'inflation et à la croissance économique. Vers la fin des années 1980, par exemple, une ascension du prix des maisons avait précédé la montée de l'inflation tendancielle.

En 1999, le prix des maisons s'est sensiblement accru, mais certains signes donnent à penser que l'activité du marché du logement est en train de ralentir, en raison notamment de la hausse des taux d'intérêt qui s'est amorcée en novembre 1999. L'accroissement sur douze mois du prix de revente des maisons (selon l'indice de Royal LePage) s'est chiffré à 5,1 % au deuxième trimestre, en baisse légère par rapport au taux enregistré à la fin de 1999. Par contre, l'augmentation sur douze mois du prix des maisons neuves s'est quelque peu accélérée, atteignant 2,4 % en août, ce qui s'explique en bonne partie par la progression des coûts de la main-d'œuvre et des matériaux de construction.

Les indicateurs de la monnaie et du crédit

Bien qu'elle ait décéléré quelque peu ces derniers mois par rapport au rythme très rapide observé au début de 2000, la croissance des agrégats monétaires au sens étroit demeure élevée en glissement annuel (Graphique 18). En septembre, M1 brut enregistre un rythme de progression d'environ 17 % en comparaison avec l'année précédente. Toutefois, cette vigueur tient en partie aux facteurs qui gonflent la croissance de M1 par rapport à l'évolution tendancielle des encaisses de transaction. Il convient de souligner en particulier l'augmentation des dépôts des intermédiaires financiers auprès des banques au début de 2000. Comme l'explique la Note technique 5, la croissance tendancielle des encaisses de transaction serait de l'ordre de 6 à 8 % selon notre meilleure estimation.

À 10 et 8 % respectivement, les taux de croissance de M1+ et de M1++ demeurent également élevés en glissement annuel, mais considérablement inférieurs à celui de M1. Ces agrégats subissent dans une certaine mesure les effets de quelques-uns des facteurs spéciaux qui influent sur M1.

Si l'on tient compte des facteurs spéciaux, le rythme d'expansion récent de la monnaie au sens étroit permet de supposer que le

La croissance de la monnaie reste soutenue, signe de la vigueur de l'économie et d'une légère augmentation de l'inflation tendancielle.

Note technique 5

**Monnaie au sens étroit : croissance de M1 mesuré
et tendance fondamentale**

M1 a progressé à un rythme d'environ 17 % durant les douze derniers mois, mais, selon notre meilleure estimation, la croissance tendancielle des encaisses de transaction ne serait que de l'ordre de 6 à 8 %. Autrement dit, une part considérable (environ 10 points de pourcentage) de la croissance récente de M1 tiendrait à des facteurs spéciaux. La présente note décrit le raisonnement permettant d'expliquer le large écart entre l'évolution tendancielle des encaisses de transaction et la croissance de M1 mesuré.

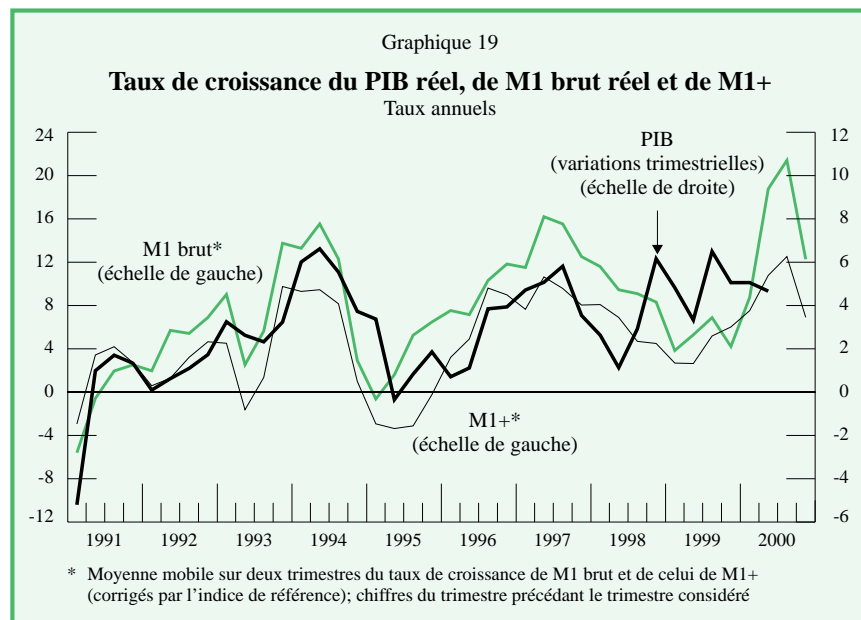
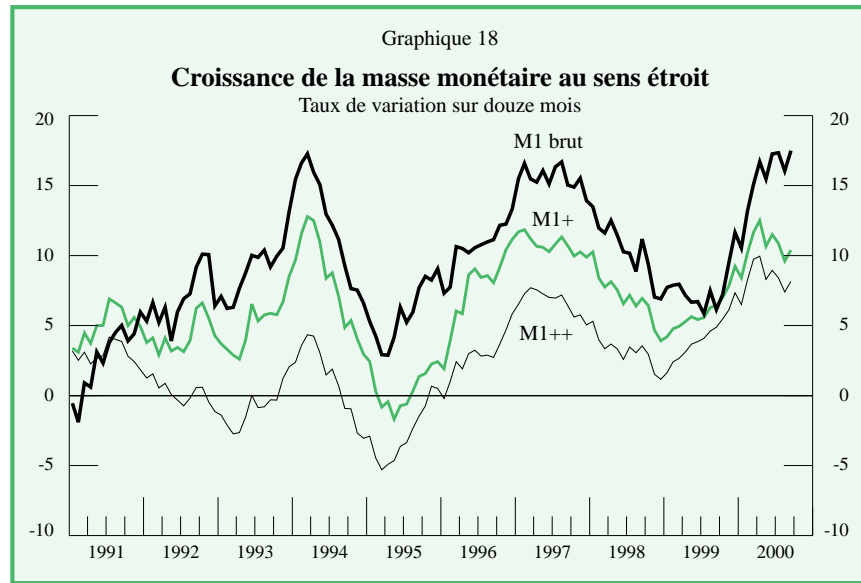
Une première façon d'estimer la croissance tendancielle des encaisses de transaction consiste à cerner les facteurs spéciaux influant sur M1, à quantifier leur incidence puis à retrancher celle-ci de la croissance mesurée. Une source courante de distorsion est la comptabilisation dans M1 de sommes non destinées à l'achat de biens et services. On peut citer à cet égard les soldes de plus en plus élevés tenus chez les courtiers en valeurs aux fins de transaction financière. La progression des dépôts des intermédiaires financiers parabancaires dans les banques constitue un autre important facteur de distorsion. Il ne s'agit pas là d'encaisses de transaction, puisque ces sommes sont probablement détenues par les intermédiaires financiers en contrepartie de divers engagements inscrits dans leurs livres. Les mouvements de fonds entre les comptes classés dans M1 et ceux qui ne le sont pas représentent encore une autre source de distorsion. Ce genre de substitution a eu des effets notables sur la croissance de cet agrégat durant la seconde moitié des années 1990, et il pourrait à nouveau en être ainsi en 2000, du fait notamment des taux plus concurrentiels offerts par nombre de banques sur les comptes de chèques. Un grand nombre de ces transferts de fonds ne touchent pas les agrégats plus larges, ce qui explique sans doute en partie pourquoi M1++ croît à un rythme plus modéré que M1.

Une deuxième façon d'établir la croissance tendancielle des encaisses de transaction consiste à tirer une estimation d'un modèle économétrique de demande de monnaie à long terme. L'estimation de « M1 corrigé » est fondée sur la relation observée dans le passé entre M1 et d'autres variables économiques¹. À l'heure actuelle, M1 corrigé progresse à un rythme de 7 % environ en glissement annuel.

Lorsque les deux méthodes donnent des résultats similaires au sujet de la taille des distorsions, les estimations de la croissance tendancielle sont plus dignes de confiance. Au premier trimestre de 2000, l'écart entre les taux de croissance de M1 et de M1 corrigé en glissement annuel était très voisin de notre estimation de l'effet total des distorsions et se chiffrait à quelque 6 points de pourcentage². Tout dernièrement, cependant, la croissance des dépôts des intermédiaires financiers parabancaires et des soldes créditeurs chez les courtiers en valeurs ne semble contribuer qu'à hauteur de 3 points de pourcentage environ à la croissance. Néanmoins, nous restons persuadés que les distorsions sont importantes. Notre meilleure estimation de la croissance tendancielle à l'heure actuelle repose donc largement sur M1 corrigé et tourne autour de 6 à 8 %. Ce rythme est également compatible avec celui auquel croît M1++ présentement.

1. On trouvera des précisions à ce sujet dans l'article d'Atta-Mensah (2000).

2. Ces estimations reposent sur les chiffres de fin de trimestre, qui peuvent différer des moyennes trimestrielles.



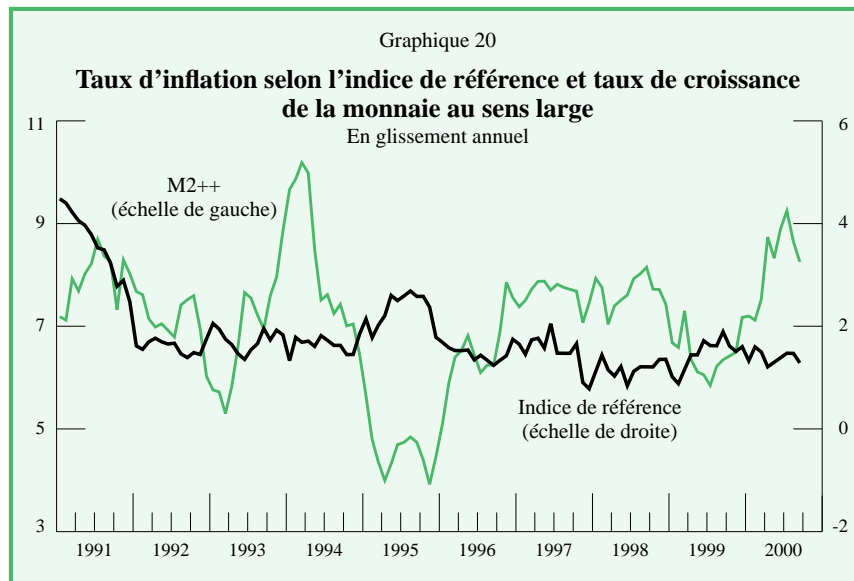
PIB réel s'accroîtra à un taux d'environ 3,75 % en 2001, ce qui correspond en gros aux projections de la Banque (Graphique 19). La croissance des agrégats monétaires au sens étroit laisse aussi entrevoir que l'inflation mesurée par l'indice de référence s'inscrira en hausse pour atteindre le point médian de la fourchette cible vers la fin de 2001.

Le rythme de progression de l'agrégat au sens large M2++ a été relativement stable ces derniers mois. En septembre, il

s'établissait en glissement annuel à 8,3 % (Graphique 20). La croissance de M2++ semble indiquer un profil d'évolution du taux d'augmentation de l'indice de référence semblable à celui qui se dégage des agrégats au sens étroit et cadrant avec le maintien de l'inflation à l'intérieur de la fourchette cible.

L'expansion du crédit à la consommation se poursuit à un rythme modéré, allant de pair avec la perspective d'une progression soutenue des dépenses de consommation. Malgré un ralentissement ces derniers mois, la croissance des crédits aux entreprises demeure compatible avec une activité commerciale qui restera vigoureuse à court terme.

Dans l'ensemble, les renseignements découlant des indicateurs de la monnaie et du crédit font état d'une robustesse continue de la production réelle et d'une certaine augmentation de l'inflation mesurée par l'indice de référence.



Les prévisions relatives à l'inflation

Compte tenu des forces à l'œuvre, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait s'orienter à la hausse au cours de la prochaine année. Premièrement, un taux d'inflation avoisinant 2 % est toujours anticipé à long terme, ce qui représente un niveau supérieur de plus de un demi-point de pourcentage au taux d'augmentation actuel de l'indice de référence. Deuxièmement, comme on s'attend à ce que la croissance de la production demeure forte, les pressions exercées sur les marchés des biens et du travail devraient devenir plus manifestes. Troisièmement, les augmentations salariales s'accroissent.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait augmenter, pour s'établir à 2 % au second semestre de 2001.

Par conséquent, la Banque prévoit que l'inflation mesurée par l'indice de référence montera graduellement pour s'établir à 2 % au second semestre de l'an prochain. Si, comme prévu, le rythme d'expansion de la production ralentit en 2001 pour être plus compatible avec celui de la production potentielle, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait se stabiliser à environ 2 %. Il subsiste toutefois un risque que la progression de l'économie s'accélère et se traduise par une demande excédentaire plus persistante l'an prochain, ce qui exercerait de nouvelles pressions à la hausse sur l'inflation.

Compte tenu de l'escalade récente des cours du pétrole brut et du gaz naturel, le taux d'accroissement de l'IPC global devrait se maintenir à près de 3 % jusqu'à la fin de cette année. Si le prix du pétrole se stabilise tout juste sous les 30 dollars É.-U. le baril, ce taux devrait se replier à environ 2 % d'ici la fin de 2001.

5. CONCLUSIONS

Au cours des six derniers mois, l'économie canadienne a maintenu son essor, dépassant encore une fois les attentes. Le renchérissement de l'énergie a fait grimper l'indice global des prix à la consommation, mais l'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée stable, se situant dans la moitié inférieure de la fourchette cible de la Banque et en deçà des niveaux prévus.

Cette évolution porte à croire qu'il subsistait des capacités inutilisées au sein de l'économie au premier semestre de l'année et a incité la Banque à réviser à la hausse ses estimations tant du niveau actuel de la production potentielle au pays que de son rythme de croissance futur.

Malgré des signes indiquant que l'économie a commencé à se ralentir, on continue de s'attendre à ce que la vigueur de la demande entraîne une intensification des pressions sur la capacité de production. Plus particulièrement, la Banque estime que la croissance de la production s'établira en moyenne à près de 5 % cette année puis retombera entre 3 et 4 % en 2001. Par conséquent, on prévoit que l'inflation mesurée par l'indice de référence montera à 2 %, le point médian de la fourchette cible de la Banque, au second semestre de 2001. Pour que ce taux demeure à 2 %, il faudra que l'expansion économique progresse en moyenne au même rythme que la production potentielle au cours des années suivantes.

Les principaux risques qui pèsent sur ces prévisions touchent à la demande, à l'offre et aux anticipations d'inflation. Dans le premier cas, le dynamisme soutenu de la demande américaine de produits d'exportation canadiens, à un moment où la demande intérieure est vigoureuse, pourrait attiser les pressions inflationnistes au Canada. La vive progression de M1 renforce ce risque. Du côté de l'offre, la hausse des investissements en machines et matériel de même que celle des gains de productivité observée récemment pourraient pousser les limites de la capacité de production au-delà des niveaux actuellement projetés. Néanmoins, la Banque continuera de se montrer prudente dans ses projections concernant la production potentielle, les révisant au fur et à mesure que les preuves s'accumulent. Enfin, l'ascension des cours de l'énergie risque d'influencer les prix d'autres biens et services et les attentes relatives à l'inflation.

Dans le contexte actuel, caractérisé par une forte expansion économique, de hauts niveaux d'activité par rapport à la capacité et le renchérissement de l'énergie, le défi que devront continuer de relever les autorités monétaires sera d'évaluer où se situe l'équilibre entre l'offre et la demande globales, d'empêcher la hausse des cours de l'énergie de se répercuter sur l'inflation mesurée par l'indice de référence et sur les attentes d'inflation et d'ajuster les conditions monétaires au moment opportun afin de maintenir la tendance de l'inflation au bas niveau qui s'est avéré bénéfique à l'économie canadienne.

L'adoption d'un système de dates préétablies pour l'annonce des modifications du taux officiel d'escompte devrait permettre à la Banque de focaliser l'attention sur la situation économique au Canada et lui donnera plus souvent l'occasion de mettre en lumière les perspectives à moyen terme sur lesquelles se fonde la conduite de la politique monétaire.

BIBLIOGRAPHIE

- Atta-Mensah, J. (2000). « L'évolution récente des agrégats monétaires et son incidence », *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 3-11.
- Banque du Canada (1991a). « Cibles de réduction de l'inflation : Communiqué et documentation à l'appui », *Revue de la Banque du Canada*, mars, p. 3-21.
- _____ (1991b). « Les cibles de réduction de l'inflation : autres considérations d'ordre pratique et questions de mesure », *Revue de la Banque du Canada*, septembre, p. 3-23.
- _____ (1993-1994). « Déclaration du gouvernement et de la Banque du Canada au sujet des objectifs de la politique monétaire », *Revue de la Banque du Canada*, hiver, p. 85-86.
- _____ (1998). « Prolongation de l'application des cibles de maîtrise de l'inflation », communiqué diffusé le 24 février et reproduit dans la *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 85-87.
- _____ (2000a). « La Banque du Canada compte instaurer un système de dates fixes pour l'annonce des modifications du taux officiel d'escompte », communiqué diffusé le 19 septembre et reproduit dans la *Revue de la Banque du Canada*, automne, p. 53-57.
- _____ (2000b). « La Banque du Canada publie les dates auxquelles seront annoncées les modifications du taux officiel d'escompte », communiqué diffusé le 30 octobre.
- Conference Board du Canada (2000a). *Indice de confiance des entreprises*, automne.
- _____ (2000b). *Indice des attitudes des consommateurs*, automne.
- Consensus Economics Inc. (1991-2000). *Consensus Forecasts*, divers numéros.
- Cunningham, A. et A. G. Haldane (1999). « The monetary transmission mechanism in the United Kingdom: Pass-through and policy rules », communication présentée au troisième colloque annuel de la Banque centrale du Chili.

- Fillion, J.-F. et A. Léonard (1997). « La courbe de Phillips au Canada : un examen de quelques hypothèses », document de travail n° 97-3, Banque du Canada.
- Kwan, C. (2000). « Enquête sur la restructuration des entreprises au Canada », *Revue de la Banque du Canada*, été, p. 17-30.
- Laflèche, T. (1996-1997). « L'incidence des fluctuations du taux de change sur les prix à la consommation », *Revue de la Banque du Canada*, hiver, p. 21-32.
- _____ (1997). « Mesures statistiques du taux d'inflation tendanciel », *Revue de la Banque du Canada*, automne, p. 29-47.
- Perrier, P. et R. Amano (2000). « Crédibilité et politique monétaire », *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 13-20.
- Statistique Canada. *Information population active*, publication n° 71-001-PPB au catalogue (mensuel), Ottawa, Travaux publics et Services gouvernementaux Canada.
- Taylor, J. (2000). « Low Inflation, Pass-through, and the Pricing Power of Firms », *European Economic Review*, vol. 44, p. 1389-1408.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié deux fois l'an, soit en mai et en novembre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en août et en février. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, Services de communication, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : (613) 782-8248; adresse électronique :
publications@banqueducanada.ca;
site Web : <http://www.banqueducanada.ca>