

Cibles d'inflation et planification à moyen terme : quelques règles empiriques simples

David Longworth, sous-gouverneur¹

- *La poursuite de cibles d'inflation, un contexte macroéconomique stable et un taux de croissance moyen de la production potentielle peu susceptible de varier de façon importante dans les quelques années à venir sont autant de facteurs qui aident les ménages, les entreprises et les administrations publiques à dresser leurs plans économiques et financiers à moyen terme. Un certain nombre de règles empiriques simples peuvent servir à faciliter cette planification.*
- *Le régime de cibles d'inflation a permis de maintenir, en moyenne sur plusieurs années, la plupart des principales mesures de l'inflation très près de 2 %, le point médian de la fourchette cible.*
- *La poursuite de cibles d'inflation et un cadre budgétaire bien défini ont tous deux favorisé la création d'un contexte macroéconomique plus stable, dans lequel la production fluctue moins autour de son niveau potentiel.*
- *Le taux d'accroissement de la production potentielle devrait s'établir en moyenne à 3 % environ au cours des prochaines années.*
- *Compte tenu de ces facteurs et des relations observées dans le passé, il est probable que le revenu du travail, les profits et les dépenses de consommation progresseront en moyenne de quelque 5 % à moyen terme.*
- *Les taux d'intérêt réels et nominaux à long terme sont plus stables depuis plusieurs années, et il devrait continuer d'en être ainsi. Les rendements réels à 30 ans oscilleront vraisemblablement autour de 3,5 ou 4,0 %, et les rendements nominaux se tiendront en conséquence aux alentours de 5,5 ou 6,0 %.*

Les récents chocs économiques, tels que la chute des cours en bourse et les répercussions des attentats terroristes du 11 septembre 2001, ont suscité par moments une grande incertitude quant aux perspectives économiques du Canada à court terme. Il semble toutefois que, dans l'ensemble, l'économie canadienne soit devenue plus stable au cours de la dernière décennie, en dépit des incertitudes causées par ces événements récents. Cette stabilité accrue, qui tient à la poursuite de cibles d'inflation ainsi qu'à d'autres facteurs, est manifeste dans l'évolution de plusieurs autres variables économiques clés comme l'inflation, les attentes d'inflation et la production (voir à ce sujet Debs, 2001, et Longworth, 2002).

Un examen des niveaux ou des taux de croissance moyens de quelques variables économiques importantes et de certains de leurs ratios permet de dégager l'existence de relations pouvant servir à prévoir l'évolution de ces niveaux ou taux de croissance à moyen terme. Ces relations peuvent aider les ménages, les entreprises et les administrations publiques à établir leurs plans à moyen terme avec plus d'assurance, maintenant que la politique monétaire de la Banque du Canada a accru la prévisibilité de l'inflation. Les acteurs économiques peuvent en particulier avoir recours à quelques règles empiriques simples pour leurs projections à moyen terme concernant l'inflation, les taux d'accroissement du PIB réel, du PIB nominal (la production totale de l'économie mesurée aux prix courants), du revenu du travail et des profits et les taux d'intérêt à long terme. Dans la plupart des cas, les règles empiriques décrites dans le présent article

1. Andrew Rennison et Gillian Boden ont aussi collaboré au présent article.

sont présentées à un point de pourcentage près. Évidemment, les taux de croissance annuels (ou les niveaux annuels, dans le cas des taux d'intérêt) sont plus variables que les moyennes calculées sur quelques années.

Implications pour l'inflation

La Banque du Canada poursuit une cible à l'égard du taux de variation sur 12 mois de l'indice des prix à la consommation (IPC) depuis 1991. Cette année-là, des cibles de réduction de l'inflation avaient été fixées pour les quatre années subséquentes, l'objectif étant de ramener l'inflation à un niveau de 2 % pour la fin de 1995. La Banque (1991, p. 10-11) avait alors déclaré ce qui suit : « La décision de fixer des cibles formelles a pour but de donner aux entreprises et aux particuliers une idée claire de l'orientation à la baisse qui sera imprimée à l'inflation à moyen terme afin qu'ils puissent en tenir compte dans leurs décisions de nature économique. » (1991, p. 10-11) Depuis 1995, le taux d'inflation visé est de 2 %, le point médian d'une fourchette cible allant de 1 à 3 % (Graphique 1).

Crawford (2001) a étudié la prévisibilité de l'inflation au Canada en longue période et ses avantages, de même que les mesures prises par la Banque pour améliorer cette prévisibilité lors de la reconduction de la cible d'inflation en mai 2001. L'institution s'est engagée à mieux renseigner le public, a amélioré sa mesure de l'inflation fondamentale et a prolongé la durée de l'entente, qui est passée de trois à cinq ans. La baisse consécutive de l'incertitude entourant les taux

d'inflation futurs allait ainsi permettre aux ménages et aux entreprises de dresser leurs plans à long terme avec plus d'assurance, ce qui atténuerait du même coup les distorsions économiques.

Même si des chocs au sein de l'économie ne manqueront pas de faire dévier l'inflation du point médian visé, celle-ci devrait se maintenir à l'intérieur de la fourchette cible dans une proportion suffisamment élevée des cas pour qu'elle puisse être considérée comme stable et prévisible, conformément au souhait de la Banque. Crawford montre qu'entre la fin de 1995 et juillet 2001, le taux d'accroissement sur 12 mois de l'IPC a été contenu la majeure partie du temps dans la fourchette de 1 à 3 %. Nous présentons les données de Crawford au Tableau 1, en les prolongeant jusqu'à décembre 2002. Le Tableau indique la fréquence à laquelle les taux d'augmentation sur 12 mois de l'IPC, de l'IPC hors effet des modifications des impôts indirects (IPCHI)² et de l'indice de référence³ se sont inscrits à l'intérieur de divers intervalles autour du point médian de 2 %. On peut voir que l'inflation avoisine le point médian durant la grande majorité des mois. Par exemple, l'inflation mesurée par l'indice de référence s'est établie entre 1 et 3 % dans 96 % des cas, et celle mesurée par l'IPC global, dans 78 % des cas.

Crawford montre aussi que plus la période de calcul de la moyenne des taux d'inflation est longue, plus l'intervalle susceptible de renfermer une fréquence donnée de résultats est étroit. Par exemple, si les taux d'accroissement sur 12 mois de l'IPCHI tombent dans un intervalle de ± 1 point de pourcentage autour du

Graphique 1
Indice des prix à la consommation

Taux de variation sur 12 mois

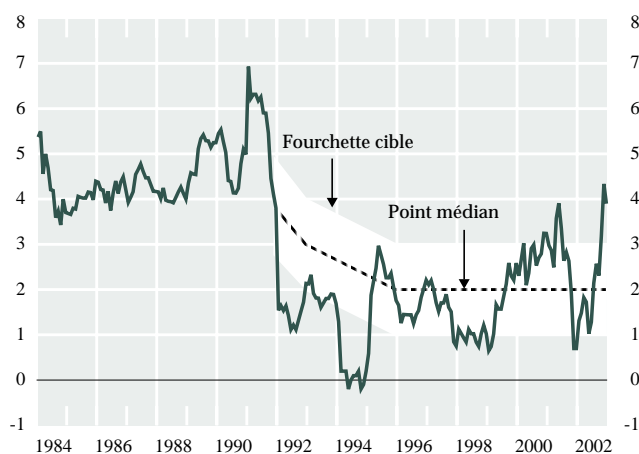


Tableau 1

Évolution des mesures de l'inflation à l'intérieur de divers intervalles de variation

De décembre 1995 à décembre 2002

	Limites de l'intervalle		
	$\pm 1,5$ %	$\pm 1,0$ %	$\pm 0,7$ %
IPC	95	78	55
IPCHI	95	71	55
Indice de référence	100	96	75

Nota : Le Tableau montre le pourcentage des cas où chaque mesure de l'inflation sur 12 mois est restée à l'intérieur des limites précisées, définies par rapport au point médian de 2 %.

2. Outre les deux mesures de l'inflation qui servent de cible à la Banque et de guide à la conduite de sa politique monétaire, nous examinons le comportement de l'IPCHI car les modifications des impôts indirects ont tendance à être ponctuelles.

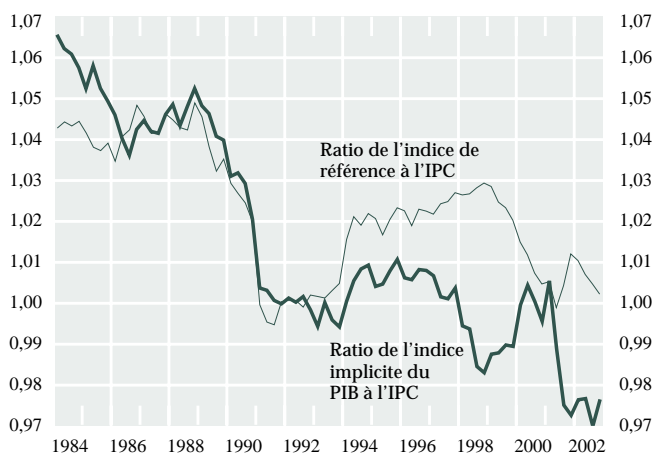
3. L'indice de référence exclut les huit composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes.

point médian environ trois fois sur quatre, alors la moyenne quinquennale de ces taux sur 12 mois se situera au maximum à $\pm 0,45$ point de pourcentage du point médian environ trois fois sur quatre.

Bien que la cible d'inflation de la Banque du Canada soit formulée en fonction du taux d'accroissement de l'IPC, on constate que les mesures calculées à l'aide des ratios d'indices globaux des prix n'ont pas beaucoup varié. Le Graphique 2 fait ressortir en effet que les ratios de l'indice de référence et de l'indice implicite des prix du PIB à l'IPC n'ont pas fluctué de façon marquée durant les deux dernières décennies, et cela est encore plus vrai depuis 1991.

Le Graphique 3 présente les moyennes quinquennales des taux d'accroissement annuels de l'IPC global, de l'indice de référence et de l'indice implicite du PIB. Comme les ratios de ces indices globaux des prix n'ont pas accusé de grandes variations, les trois mesures de l'inflation se sont stabilisées à des niveaux peu élevés durant les années 1990, soit juste en deçà de 2 %⁴. Compte tenu de l'engagement que la Banque du Canada a pris de maintenir le taux d'augmentation de l'IPC à 2 %, on peut raisonnablement poser comme règle empirique que le taux d'inflation s'établira à 2 % dans l'avenir. (Bien sûr, les composantes elles-mêmes des indices — telles que les biens ou les services —

Graphique 2
Prix relatifs

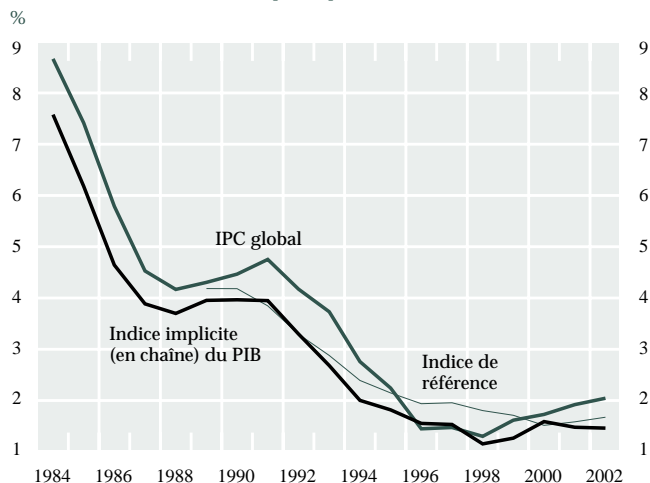


4. Le Graphique 3 montre que le taux moyen d'inflation calculé sur cinq ans était descendu à 2 % en 1995 ou en 1996, selon la mesure considérée. Ce résultat cadre avec le fait que le taux d'inflation annuel soit tombé à 2 % au début des années 1990.

Graphique 3

Inflation

Taux de croissance annuels composés; périodes de 5 ans



peuvent se comporter, et de fait se comportent, très différemment.)

Implications d'un profil de croissance régulière de la production potentielle pour la croissance du PIB réel

La production potentielle peut être définie comme le niveau de production qui est compatible avec l'absence de variations du taux d'inflation observé par rapport au taux attendu. Le maintien du profil de croissance régulière de la production potentielle, combiné à une politique monétaire axée sur la poursuite d'une cible d'inflation, devrait permettre de prévoir l'évolution du taux de croissance moyen de l'économie canadienne pour les années à venir.

Le maintien du profil de croissance régulière de la production potentielle, combiné à une politique monétaire axée sur la poursuite d'une cible d'inflation, devrait permettre de prévoir l'évolution du taux de croissance moyen de l'économie canadienne pour les années à venir.

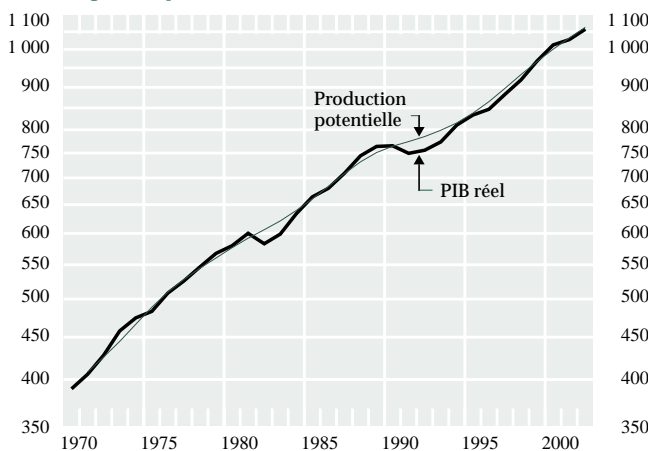
Croissance du PIB réel et croissance potentielle

Depuis quelques années, l'ampleur des fluctuations de la production réelle autour de son niveau potentiel a diminué. La mise en place de cadres clairs et judicieux pour la conduite des politiques monétaire et budgétaire a beaucoup contribué à réduire cette variabilité. En particulier, une politique monétaire visant le maintien de l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible a fourni un point d'ancrage aux attentes d'inflation et permis à l'économie d'éviter l'alternance d'épisodes de surchauffe et de récession. La Banque du Canada modifie les taux d'intérêt pour contrer les effets des variations de la demande dans un sens ou dans l'autre, dans le but d'atténuer tant les fluctuations de la production que celles de l'inflation. Qui plus est, comme la politique monétaire jouit d'une excellente crédibilité et qu'il faut de 18 à 24 mois pour ramener l'inflation au point médian visé, la Banque peut laisser les taux d'intérêt inchangés à la suite de mouvements de courte durée des prix relatifs sans que cela nuise à l'économie réelle.

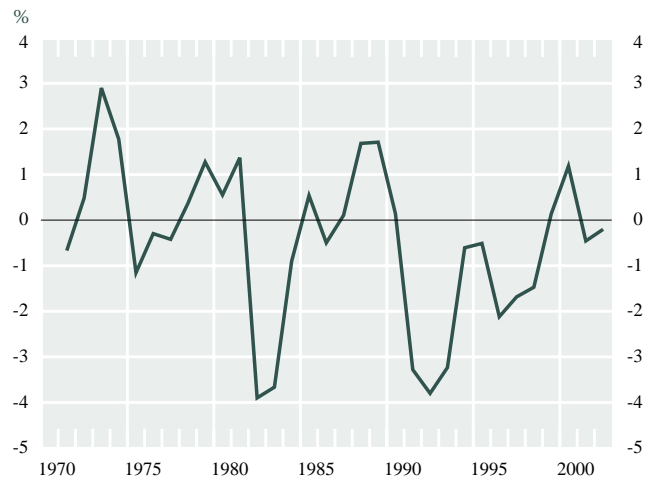
Le Graphique 4 illustre l'évolution passée du PIB réel et de la production potentielle. L'écart de production, qui correspond à la différence en pourcentage entre le PIB réel et le PIB potentiel, est représenté au Graphique 5. Depuis la récession du début des années 1990, l'écart de production est resté la plupart du temps entre + 2 % et - 2 %; depuis quatre ans, il se maintient même à l'intérieur d'une fourchette encore plus étroite. Cette

Graphique 4
PIB réel et production potentielle

Moyennes annuelles, milliards de dollars
Échelle logarithmique



Graphique 5
Écart de production annuel



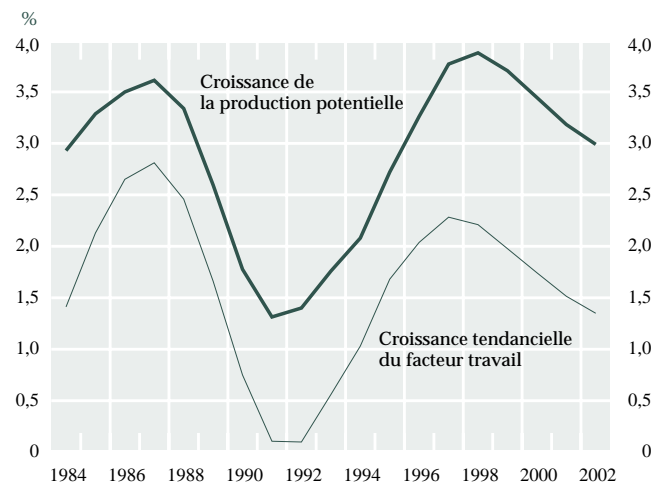
stabilité relative des dernières années contraste avec la variabilité plus forte observée auparavant.

Production potentielle

Le Graphique 6 montre le taux d'accroissement de la mesure de la production potentielle que la Banque utilise, ainsi que le taux de croissance tendanciel du facteur travail. La différence entre les deux courbes représente la progression tendancielle de la productivité du travail. Le taux d'accroissement de la production potentielle s'est établi entre 3 et 4 % depuis 1996, et il se situe actuellement aux alentours de 3 %.

Graphique 6
Croissance de la production potentielle et croissance tendancielle du facteur travail

Taux de croissance annuels moyens



Les perspectives de croissance de la production potentielle seront modélisées en grande partie par les facteurs démographiques et l'effet des investissements des entreprises en machines et matériel sur la productivité du travail. On prévoit que le vieillissement de la population canadienne finira par ralentir la progression de la population active au Canada et, partant, celle de la production potentielle⁵. Ces changements devraient toutefois se produire de façon graduelle; de fait, on s'attend à ce que leurs incidences les plus importantes ne se fassent sentir qu'après 2011 (Kuszczak et Dion, 1997-1998)⁶.

L'évolution de la productivité jouera aussi un rôle important dans la détermination du taux de croissance de la production potentielle dans les années à venir. Le rythme d'expansion du PIB par heure-personne s'est accéléré au Canada durant les cinq dernières années : après avoir augmenté en moyenne de 1,4 % par année entre 1970 et 1997, la productivité du travail s'est accrue de 1,8 % (toujours en moyenne) entre 1997 et 2002. Il est probable que la progression de la productivité — aiguillonnée en particulier par la hausse des investissements en machines et matériel ainsi que dans les technologies de l'information et de la communication à la fin des années 1990 — demeurera vigoureuse à court et à moyen terme. Cependant, il a toujours été difficile dans le passé de déterminer à quel moment les augmentations des dépenses d'investissement se répercuteraient sur la croissance de la productivité (Crawford, 2002), une situation qui entache d'incertitude les prévisions relatives à l'évolution de la production potentielle.

Dans l'ensemble, les données disponibles indiquent que le taux d'accroissement moyen de la production potentielle se maintiendra à moyen terme aux alentours de 3 %, jusqu'à ce que le vieillissement de la population commence à faire sentir ses effets sur le taux d'activité, soit dans huit ans environ, et que la progression du facteur travail ralentisse de moitié. Comme on peut s'attendre à ce que la production potentielle et le PIB réel évoluent de manière similaire durant les années à venir, les acteurs économiques devraient pouvoir adopter comme règle empirique que le taux de croissance moyen du PIB réel se situera à 3 % au cours des cinq à huit prochaines années.

5. La politique d'immigration peut également influencer sur la croissance de la population active.

6. Cette évolution démographique continue d'être conforme aux projections de Statistique Canada.

Implications pour le revenu et les autres variables nominales

Les facteurs décrits aux deux sections précédentes ont des conséquences pour la croissance des variables nominales telles que le revenu et le PIB nominal, et ce, pour deux raisons. La première est que le PIB nominal correspond simplement au produit du PIB réel par l'indice implicite des prix du PIB; la deuxième est qu'un certain nombre de variables économiques représentent une proportion à peu près constante du PIB nominal.

PIB nominal

Le Graphique 7 fait état des taux d'accroissement moyens sur cinq ans du PIB réel, de l'indice implicite du PIB et du PIB nominal. L'inflation s'étant établie à un niveau bas et stable et la progression moyenne du PIB réel ayant dépassé tout juste 3 % ces dernières années, le taux de croissance moyen sur cinq ans du PIB nominal a fluctué entre 4 et 6 %. Si, comme on s'y attend, l'inflation se situe à environ 2 % en moyenne, une croissance projetée de 3 % de la production potentielle se traduira par une augmentation du PIB nominal d'environ 5 % en moyenne durant les années qui viennent.

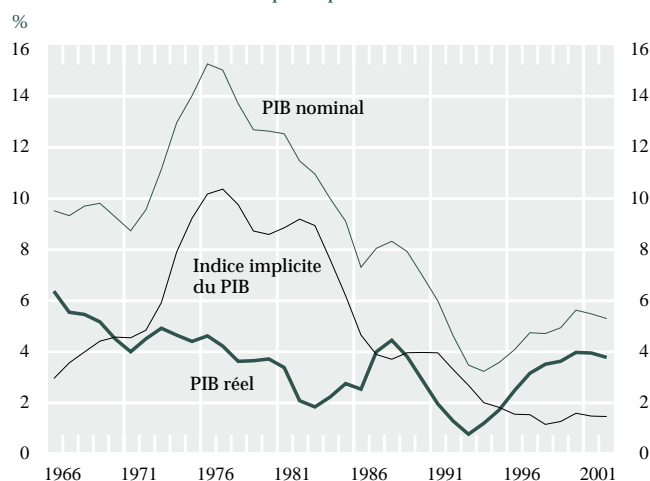
Revenu du travail et profits

Si l'on exclut les impôts indirects et l'écart statistique, le PIB nominal peut être décomposé en deux éléments, soit le revenu du travail et le revenu du capital, tous

Graphique 7

PIB réel, PIB nominal et indice implicite du PIB

Taux de croissance annuels composés; périodes de 5 ans



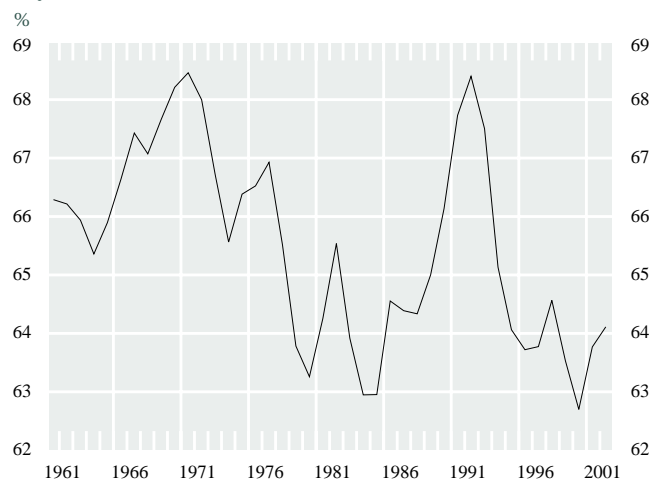
deux pris au sens large⁷. Le revenu du capital englobe non seulement l'ensemble des profits (y compris ceux des entreprises publiques au Canada) — exclusion faite des réévaluations de stocks —, mais aussi les revenus en intérêts, les revenus de placements et l'amortissement du capital.

La part du revenu du travail affiche une très légère tendance à la baisse depuis 1961, mais celle-ci est entièrement imputable à un recul survenu à la fin des années 1970 (Graphique 8). Au cours des 25 dernières années, aucune tendance ne s'est dégagée clairement dans l'évolution de la part du revenu du travail, qui a fluctué autour de 64 %. On peut en dire autant de la part du revenu du capital depuis la fin des années 1970, laquelle a oscillé aux alentours de 36 %. Il est arrivé cependant que la part de chacun varie considérablement à court terme. En période de récession, le revenu du capital — dont les profits — tend à diminuer davantage, en proportion, que le revenu du travail, de sorte que sa part dans le PIB peut chuter. Cette tendance est particulièrement manifeste au début des années 1980 et 1990⁸. Le ralentissement de l'activité économique en 2001 s'est également accompagné d'un modeste repli de la part du revenu du capital.

Graphique 8

Ratio du revenu du travail au PIB nominal

Moyenne annuelle



Nota : Les chiffres du revenu du travail et du PIB nominal ont été corrigés. Voir la section « Revenu du travail et profits » à la page 19.

7. Aux fins de ce calcul, on considère que les deux tiers des revenus nets des agriculteurs et des entreprises individuelles proviennent du travail et l'autre tiers du capital.

8. La hausse de la part du travail observée au début des années 1990 a été accentuée par des relèvements des charges sociales de l'employeur.

Lorsque la part du revenu du travail dans le PIB demeure constante, les taux d'accroissement du revenu du travail et du revenu du capital sont égaux à celui du PIB nominal. Quand leurs parts respectives se trouvent près des niveaux enregistrés dans un passé récent, on peut donc s'attendre à ce que le revenu du travail et le revenu du capital s'accroissent en moyenne à un rythme avoisinant le taux de croissance projeté du PIB nominal au cours des années suivantes. Or, comme ces parts sont actuellement proches de leurs moyennes calculées sur 25 ans, on peut supposer que le revenu du travail et le revenu du capital s'accroîtront en moyenne tous deux d'environ 5 % à moyen terme.

On peut s'attendre à ce que le revenu du travail et le revenu du capital s'accroissent en moyenne tous deux d'environ 5 % à moyen terme.

La croissance prévue de 5 % du revenu du travail peut être décomposée en gros en une augmentation de 1 % du facteur travail (nombre d'heures-personnes) et une progression de 4 % de la rémunération de la main-d'œuvre par heure-personne. (Il est important de noter que cette hausse de la rémunération moyenne par heure-personne résulte en partie d'une modification de la composition de la population active, qui compte maintenant davantage de travailleurs instruits et, par conséquent, mieux rétribués.) Si l'inflation est de l'ordre de 2 % par année, cette croissance de la rémunération nominale représente une augmentation de 2 % de la rémunération réelle par heure-personne (ce qu'autorise la hausse approximative de 2 % de la productivité du travail)⁹.

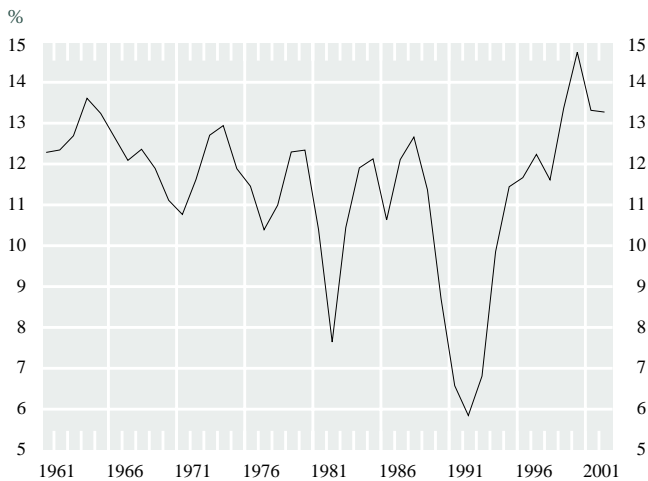
Contrairement à la part du revenu du capital, celle des profits n'a pas vraiment affiché de tendance claire, même durant les premières années de la période étudiée, et est retournée aux alentours de 12 % à chaque décennie depuis 1961 (Graphique 9). Là encore, l'absence d'une tendance perceptible signifie que, lorsque la part des profits se rapproche des niveaux moyens observés dans le passé (comme cela semble être le cas actuellement), les acteurs économiques peuvent prendre pour

9. Cozier (1989) analyse la relation observée dans le passé entre le salaire réel et la productivité du travail.

Graphique 9

Ratio des bénéfices des sociétés au PIB nominal

Moyenne annuelle



Nota : Les chiffres des bénéfices des sociétés et du PIB nominal ont été corrigés. Pour en savoir davantage, voir la section « Revenu du travail et profits » à la page 19.

règle que les profits s'accroîtront au même rythme que le PIB nominal, c'est-à-dire de 5 % en moyenne durant les années suivantes.

La croissance attendue des profits tire à conséquence pour le niveau global des cours en bourse. À moins que l'ensemble des bénéfices des sociétés inscrites à la Bourse de Toronto (qui sont essentiellement les plus grandes entreprises) n'évolue pas de la même façon que les profits réalisés au sein de l'économie en général, leur croissance annuelle ne devrait pas s'écarter beaucoup de 5 % en moyenne sur un certain nombre d'années. (Même si les bénéfices d'entreprises particulières peuvent progresser de plus de 10 % plusieurs années de suite, il est très peu probable qu'il en soit ainsi de l'ensemble des profits.) Si l'on suppose que le ratio des dividendes aux bénéfices reste stable, le taux d'actualisation constant et la croissance des bénéfices inchangée, le modèle d'évaluation des actions fondé sur l'actualisation des dividendes (Hannah, 2000) prévoit que les cours en bourse augmenteront au même rythme que les profits. Évidemment, toutes ces hypothèses sont très audacieuses. Elles fournissent néanmoins un point de repère utile pour l'évaluation d'autres hypothèses ou scénarios au sujet des cours futurs des actions.

Consommation

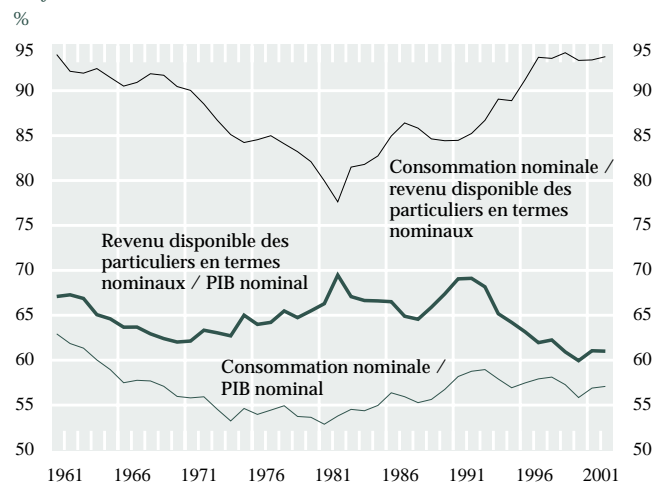
Les ratios du revenu disponible des particuliers au PIB nominal et de la consommation au revenu disponible

ont varié considérablement au fil du temps. Cela dit, une grande partie de leurs mouvements plus prononcés en courte et en moyenne période se sont produits dans des sens opposés (Graphique 10)¹⁰. Ainsi, le ratio de la consommation au PIB nominal — qui est en fait le produit des deux ratios précédents — a connu une évolution beaucoup plus régulière et beaucoup plus stable que chacun de ces ratios pris individuellement. Au cours des dernières années, le ratio de la consommation au PIB nominal est resté à peu près constant, à environ 57 ou 58 %¹¹. Si le revenu nominal s'accroît en moyenne de 5 % à moyen terme, comme on le prévoit, une règle empirique raisonnable serait que la consommation nominale progresse aussi d'environ 5 % en moyenne. De fait, durant les dernières années, les deux agrégats ont augmenté de quelque 5 % (Graphique 11).

Graphique 10

Consommation : ratios divers

Moyenne annuelle



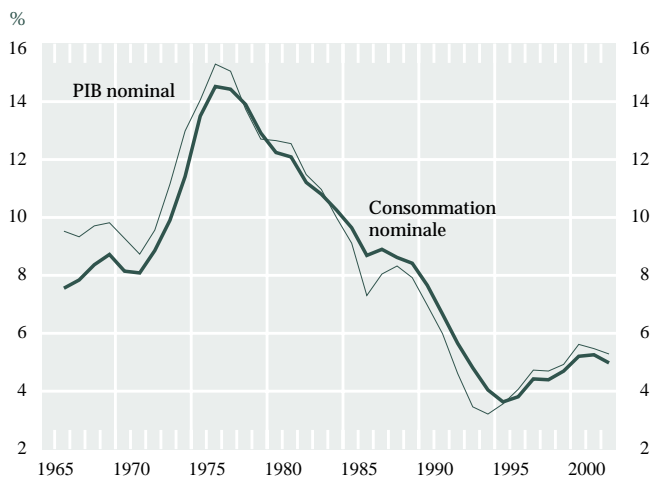
10. Ces variations en sens opposés sont principalement dues à : i) l'absence de prise en compte de l'inflation dans le calcul des revenus en intérêts (Jump, 1980, et Lau, 1993), qui fausse le revenu disponible des particuliers; ii) la situation des finances publiques — une augmentation du déficit budgétaire destinée à financer des transferts aux particuliers ou des réductions d'impôts aura pour effet d'accroître le ratio du revenu disponible au PIB, mais de réduire celui de la consommation au revenu disponible, parce que les ménages s'attendent à un alourdissement de leur fardeau fiscal dans l'avenir.

11. La baisse que ce ratio a accusée du début des années 1960 au milieu des années 1970 tient principalement à une hausse du ratio des dépenses publiques en biens et services au PIB nominal. Celle-ci a été financée en partie par une majoration de l'impôt des particuliers (à noter le recul du ratio du revenu disponible au PIB jusqu'à 1970), en raison surtout de la non-indexation du régime fiscal.

Graphique 11

Consommation nominale et PIB nominal

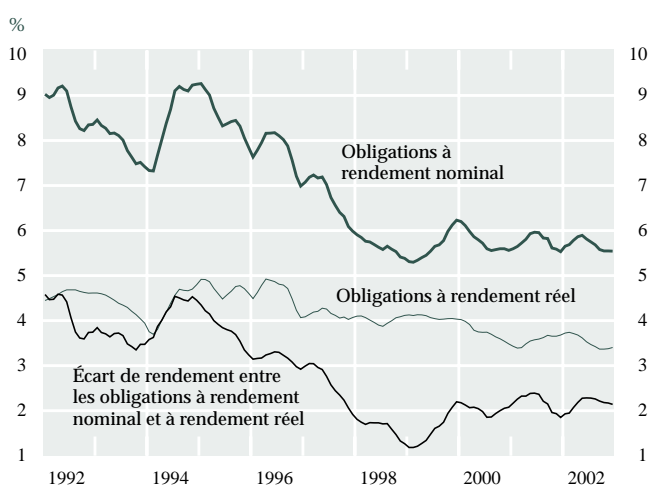
Taux de croissance annuels composés; périodes de 5 ans



Graphique 12

Rendements des obligations à rendement nominal à 30 ans

Moyennes trimestrielles



Implications pour les rendements des obligations à long terme

D'ordinaire, les rendements réels des obligations à long terme s'inscrivent un peu au-dessus des taux de croissance réelle à long terme¹². Au moment du lancement, sur le marché canadien, des obligations à 30 ans indexées, leurs rendements réels se sont établis en général entre 4 et 5 %. Il se sont maintenus à ce niveau jusqu'à la fin de 1996, lorsqu'il est devenu évident que le gouvernement fédéral était parvenu à assainir considérablement ses finances (Graphique 12). Par la suite, ces rendements réels sont demeurés près de 4,0 % pendant trois ans, avant de glisser à environ 3,5 % à la fin de 2000. (Une partie de ce recul de 0,5 point de pourcentage peut être attribuée à la faiblesse de l'économie mondiale, faiblesse qui est apparue au deuxième semestre de 2000 et qui persiste encore aujourd'hui.) Les acteurs économiques pourraient donc trouver utile de prendre pour règle que les rendements réels se maintiendront aux environs de 3,5 ou 4 % pendant les prochaines années.

L'écart de rendement entre les obligations à rendement nominal et à rendement réel à 30 ans avait diminué pour s'établir à environ 2 % à la fin de 1997, à la faveur de la crédibilité grandissante dont jouissaient la cible d'inflation de 2 % et la politique budgétaire. Aussi les rendements des obligations à rendement nominal à 30 ans ont-ils eu tendance, ces dernières années, à fluctuer à l'intérieur de limites relativement étroites autour de 5,5 %. Étant donné que les politiques monétaire et budgétaire sont toujours crédibles, les acteurs économiques peuvent adopter pour règle empirique que les rendements des obligations à rendement nominal à 30 ans continueront de fluctuer autour de 5,5 ou 6,0 %.

Étant donné que les politiques monétaire et budgétaire sont toujours crédibles, les acteurs économiques peuvent adopter pour règle empirique que les rendements des obligations à rendement nominal à 30 ans continueront de fluctuer autour de 5,5 ou 6,0 %.

12. Au Canada, il en a généralement été ainsi durant les 20 dernières années. Selon la théorie économique, le taux de rendement réel du capital devrait normalement dépasser le taux de croissance réel de l'économie. Tant que la prime de risque sur le capital de source privée par rapport aux obligations d'État n'est pas trop élevée, on peut s'attendre également à ce que le rendement réel de ces dernières soit légèrement supérieur au taux de croissance réel de l'économie. Cela n'est tout à fait vrai qu'en économie fermée. Dans une petite économie ouverte, ce taux d'intérêt réel refléterait le taux d'intérêt réel mondial, lui-même fonction du taux de croissance réel de l'économie mondiale.

Les rendements des obligations à 5 et à 10 ans ont tendance à varier davantage que ceux des obligations à 30 ans, car les taux d'intérêt à court terme attendus durant les premières années influent davantage sur eux que sur les rendements à 30 ans. Mais même ces rendements ont été beaucoup plus stables au cours des cinq ou six dernières années que durant les 20 ou 25 années antérieures (Graphique 13). Il est donc raisonnable de penser que la poursuite d'une politique monétaire axée sur le maintien d'un taux d'inflation bas, stable et prévisible permettra de préserver cette stabilité accrue des rendements.

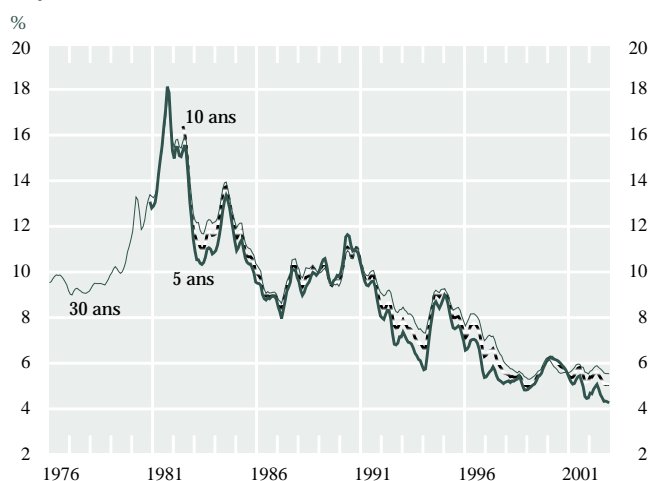
Conclusions

Même s'il subsistera toujours de l'incertitude sur le plan économique, le cadre mis en place par la Banque du Canada en vue de maîtriser l'inflation a permis d'atténuer dans une grande mesure l'incertitude entourant l'évolution de l'inflation et des autres variables nominales. Ce cadre a également contribué à réduire la volatilité du PIB réel. Conjugué au profil de croissance régulière projeté pour la production potentielle durant les prochaines années, il permet aux ménages, aux entreprises et aux administrations publiques de disposer de quelques règles empiriques

Graphique 13

Rendements des obligations de référence

Moyennes trimestrielles



simples pour dresser leurs plans à moyen terme. Évidemment, nul ne peut garantir l'exactitude de ces règles en tant qu'outils de prévision, mais elles devraient se révéler utiles dans le cas de calculs fondés sur des moyennes d'environ cinq ans.

Ouvrages et articles cités

- 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.
- Cozier, B. (1989). « Analyse des tendances récentes du salaire réel au Canada », *Revue de la Banque du Canada* (novembre), p. 3-17.
- Crawford, A. (2001). « La prévisibilité du taux moyen d'inflation en longue période », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 15-22.
- (2002). « Les tendances de la croissance de la productivité au Canada », *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 21-36.
- Debs, A. (2001). « Testing for a Structural Break in the Volatility of Real GDP Growth in Canada », document de travail n° 2001-9, Banque du Canada.

- Hannah, B. (2000). « Analyse des niveaux actuels des cours en bourse », *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 31-41.
- Jump, G. (1980). *Inflation-Related Spurious Elements in Measured Savings of Various Sectors of the Economy in the Canadian Experience, 1962-77*, Ottawa, Conseil économique du Canada.
- Kuszczak, J. et R. Dion (1997-1998). « Quelques projections à long terme concernant la croissance de la production potentielle », *Revue de la Banque du Canada* (hiver), p. 43-59.
- Lau, H. (1993). « Note sur l'évolution récente du taux d'épargne des particuliers au Canada », *Revue de la Banque du Canada* (printemps), p. 57-67.
- Longworth, D. (2002). « Inflation et macroéconomie : changements survenus entre les années 1980 et 1990 », *Revue de la Banque du Canada* (printemps), p. 3-19.

