

L'évolution récente : une mise à jour de l'analyse présentée dans le *Rapport sur la politique monétaire*

Cette mise à jour émane du Conseil de direction de la Banque du Canada et se fonde sur l'information reçue au 14 janvier 2000.

Faits saillants

- Le rythme de l'activité économique aux États-Unis reste vigoureux et dépasse les projections antérieures.
- La demande extérieure étant plus vigoureuse que prévu, la Banque s'attend maintenant à ce que la croissance du PIB réel au Canada en l'an 2000 se situe dans la moitié supérieure de la plage de 2,75 % à 3,75 % projetée dans le *Rapport sur la politique monétaire* de novembre dernier.
- L'inflation mesurée par l'indice de référence a été inférieure aux prévisions en novembre, en partie à cause des rabais pratiqués sur certains biens semi-durables.
- La Banque s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence s'accélère pour atteindre 2 % au premier trimestre de l'an 2000.
- En raison de la hausse des prix de l'énergie, le taux d'accroissement de L'IPC global devrait monter à près de 3 % au début de l'année.
- L'évolution observée au cours des trois derniers mois vient confirmer les risques pesant sur les perspectives de l'économie canadienne qui ont été évoqués dans le dernier *Rapport*, à savoir une accélération de la croissance de la demande de produits canadiens au pays et à l'étranger et une recrudescence des pressions inflationnistes potentielles aux États-Unis.

Les données recueillies depuis le dernier *Rapport sur la politique monétaire*, paru le 17 novembre dernier, donnent à penser que l'expansion économique en Europe et aux États-Unis est plus vigoureuse que ce que nous prévoyions en novembre et confirment le caractère hésitant de la reprise au Japon. À la faveur du raffermissement additionnel de la demande à l'échelle internationale, les prix mondiaux des produits de base non agricoles ont continué de se redresser par rapport aux creux qu'ils enregistraient il y a un an. C'est le cas tout particulièrement du pétrole, du bois d'œuvre et du nickel, dont les prix ont aussi été influencés par des contraintes de production.

Le renchérissement du pétrole brut a poussé à la hausse les prix à la consommation de l'énergie et, du même coup, l'indice de l'inflation cité dans les manchettes chez un bon nombre de partenaires commerciaux du Canada. Jusqu'ici, cependant, il n'y a pas eu de montée importante des pressions s'exerçant sur le taux de l'inflation tendancielle dans ces pays si l'on en juge par l'évolution des prix à la consommation hors énergie.

L'expansion économique plus rapide que prévu a néanmoins incité les autorités monétaires aux États-Unis et en Europe à majorer leurs taux directeurs ces derniers mois afin de contrer les pressions inflationnistes potentielles. Aux États-Unis, les craintes que d'autres relèvements des taux d'intérêt à court terme ne soient requis pour contenir les pressions inflationnistes ont fait augmenter les rendements des contrats à terme de taux d'intérêt ainsi que ceux des obligations à moyen et à long terme dans ce pays.

Au Canada, le taux de croissance de la demande globale au troisième trimestre de 1999 a été sensiblement conforme aux attentes. Soutenu par l'essor des exportations et de la demande des ménages, le PIB réel s'est accru de 4,7 % en chiffres annualisés. En se fondant sur les données disponibles, la Banque estime que l'avance du PIB est demeurée vive au quatrième trimestre, s'établissant aux alentours de 4 %. L'emploi a lui aussi progressé rapidement ces derniers mois, de sorte que le taux de chômage est tombé à son plus bas niveau en 18 ans.

Les hausses récentes des prix de l'énergie ont poussé le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global au Canada dans la moitié supérieure de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation, qui va de 1 à 3 %. Cependant, le taux de l'inflation mesurée par l'indice de référence (IPC hors alimentation, énergie et effet des modifications des impôts indirects) est resté dans la moitié inférieure de cette fourchette. En novembre, ce taux est descendu à 1,5 %, en partie à cause des rabais temporaires consentis sur des articles tels que les vêtements pour dames, mais il devrait retourner près du point médian de la fourchette cible au cours des prochains mois.

Dans l'ensemble, l'évolution observée au cours des trois derniers mois confirme les risques pesant sur les perspectives de l'économie canadienne évoqués dans la dernière livraison du *Rapport*, à savoir une croissance plus forte de la demande de produits canadiens au pays et à l'étranger et une recrudescence des pressions inflationnistes potentielles aux États-Unis.

Le 17 novembre, alors qu'elle avait maintenu le taux officiel d'escompte à 4,75 % depuis le début de mai, la Banque du Canada a majoré ce taux de 25 points de base pour le porter à 5 %, emboitant ainsi le pas à la Réserve fédérale américaine, qui venait aussi de relever le taux cible des fonds fédéraux de 25 points de base. La mesure de la Banque, qui visait à contenir l'inflation future nettement à l'intérieur de la fourchette cible, a pris en considération les répercussions, pour le Canada, de l'évolution économique et financière aux États-Unis, ainsi que les signes témoignant de la croissance robuste de la demande intérieure.

La conjoncture internationale

Les économies à marché émergent

La tenue des économies à marché émergent a généralement été meilleure que prévu, même si quelques sujets de préoccupation demeurent. La reprise en Asie s'est accélérée, surtout dans les pays qui ont entrepris

des réformes structurelles importantes. L'économie mexicaine a bondi au cours des derniers trimestres, mais la croissance reste faible dans la plupart des autres économies d'Amérique latine. Comme de nombreux pays latino-américains sont lourdement endettés vis-à-vis de l'étranger, ils sont vulnérables aux hausses possibles des taux d'intérêt à l'échelle mondiale.

Les conditions continuent de s'améliorer dans les économies à marché émergent.

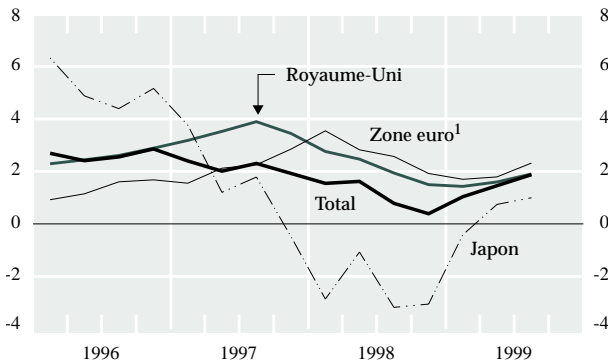
L'Europe et le Japon

Dans la zone euro, l'expansion économique au deuxième semestre de 1999 a été plus vive que prévu, surtout parce que la croissance en France s'est révélée plus forte qu'on ne s'y attendait. Même si la tendance au raffermissement a mis plus de temps à prendre racine en Allemagne et en Italie, le rythme de l'activité économique dans la zone euro devrait s'accélérer encore, à la faveur du regain de confiance des consommateurs et des entreprises. Les préoccupations des marchés relativement à la lenteur de la reprise dans certaines régions et à l'absence de progrès sur le plan des réformes structurelles ont toutefois contribué à exercer des pressions à la baisse sur l'euro. Ce dernier s'est maintenu juste au-dessus de la parité avec le dollar américain vers la fin décembre, avant de remonter légèrement au début de janvier. L'activité économique au Royaume-Uni a crû elle aussi plus rapidement que prévu. Les économies de la zone euro et du Royaume-Uni semblent maintenant en bonne voie de connaître un taux d'accroissement annuel d'au moins 3 % durant les prochains mois.

Les chiffres récents indiquent que la relance de l'activité économique a été plus vive que prévu en Europe et confirment le caractère hésitant de la reprise au Japon.

Produit intérieur brut en termes réels dans les pays d'outre-mer

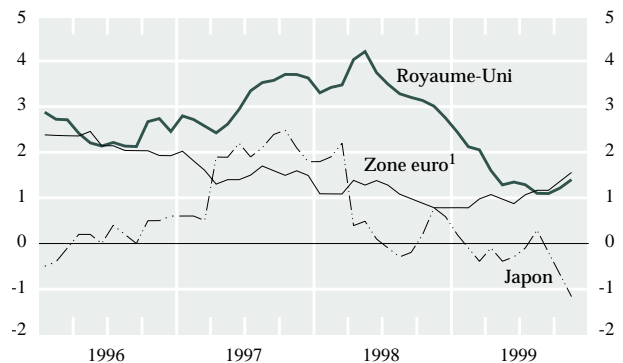
Taux de variation sur 4 trimestres



1. Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, Finlande, France, Irlande, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, et Portugal

Indice des prix à la consommation dans les pays d'outre-mer

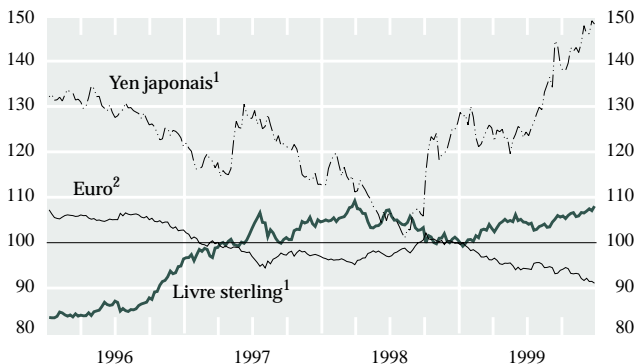
Taux de variation sur 12 mois



1. Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, Finlande, France, Irlande, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, et Portugal

Taux de change de quelques monnaies d'outre-mer

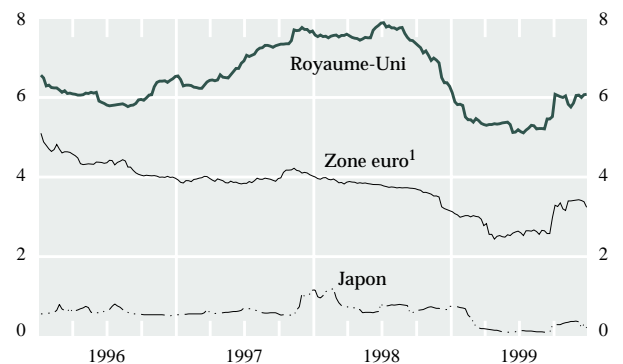
Taux effectif nominal vis-à-vis des monnaies composant l'indice C-6, 1987 = 100, données des mercredis



1. Avant 1999, cours calculé à l'aide des taux de change bilatéraux des monnaies des pays membres de la zone euro
2. Écu avant 1999

Taux d'intérêt à 90 jours dans les pays d'outre-mer

Données des mercredis



1. Les chiffres indiqués pour la période antérieure à janvier 1999 sont des taux d'intérêt synthétiques construits à partir des taux d'intérêt en vigueur en Allemagne, en Autriche, en Belgique, en Espagne, en Finlande, en France, en Irlande, en Italie, et aux Pays-Bas, pondérés en fonction du PIB.

Le Japon a affiché une croissance étonnamment vigoureuse d'environ 5 % (en taux annualisé) au premier semestre de 1999. Toutefois, le recul de la production au troisième trimestre, lorsque le soutien budgétaire a fléchi, fait ressortir à quel point la relance de l'économie de ce pays demeure tributaire des mesures expansionnistes du gouvernement. Une reprise durable, reposant sur la demande du secteur privé, ne s'est donc pas encore manifestée. En outre, l'appréciation marquée du yen depuis le milieu de 1999, les retombées de la hausse des prix de l'énergie et le besoin

continu de mesures d'ajustement structurel dans les secteurs tant financier qu'industriel rendent les perspectives à court terme encore plus incertaines. Cependant, grâce au nouveau programme de relance budgétaire annoncé en novembre, ces obstacles devraient être surmontés, de sorte que le PIB devrait croître cette année.

Par suite principalement de la montée des cours de l'énergie, les prix à la consommation ont augmenté d'environ 1 1/2 % dans la zone euro et au Royaume-Uni durant la période allant de novembre 1998 à

novembre 1999. La Banque centrale européenne (BCE) a relevé les taux directeurs de 50 points de base en novembre, faisant remarquer que, compte tenu du raffermissement du climat économique, son intervention devrait aider à contenir les attentes d'inflation. La Banque d'Angleterre a majoré le taux des prises en pension de 25 points de base en novembre et à nouveau en janvier afin de contrer les pressions se faisant sentir sur le marché du travail et sur les capacités de production. Au Japon, l'IPC ayant reculé d'environ 1 % au cours des douze mois se terminant en novembre, la banque centrale de ce pays a maintenu les taux d'intérêt à court terme à des niveaux très bas.

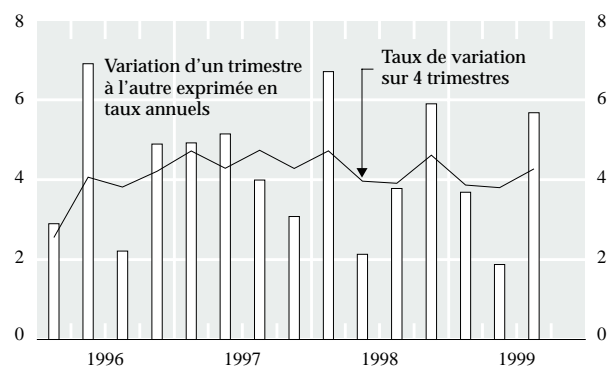
Les États-Unis

Aux États-Unis, la croissance du PIB réel a continué de dépasser la plupart des attentes, atteignant 5,7 % (en taux annualisé) au troisième trimestre de 1999. Malgré le recul des dépenses en logement observé durant cette période, vraisemblablement attribuable à la hausse des coûts du financement, les dépenses de consommation et les investissements des entreprises en machines et matériel sont restés vigoureux. Les marchés du travail restent très tendus, le taux de chômage s'établissant à 4,1 % en décembre, son plus bas niveau depuis 1970.

Comme le passage à l'an 2000 pourrait avoir faussé temporairement les profils de dépense des ménages et des entreprises, il est difficile de savoir si l'économie américaine a déceléré par rapport au taux tendanciel d'environ 4 % qu'elle affichait récemment. Plusieurs facteurs devraient néanmoins contribuer à ralentir l'essor de la demande au cours de l'année, notamment le faible taux d'épargne des particuliers et une progression moins rapide de la richesse des ménages. Ensemble, ces facteurs devraient tempérer la crois-

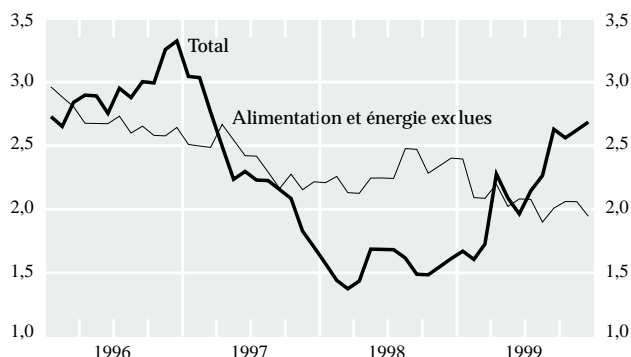
Produit intérieur brut des États-Unis en termes réels

Données trimestrielles



Indice des prix à la consommation aux États-Unis

Taux de variation sur 12 mois

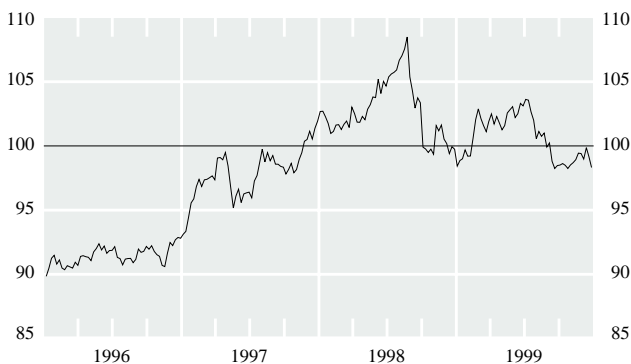


sance de la dépense des ménages. La montée des taux d'intérêt (y compris des taux à moyen et à long terme) devrait également tôt ou tard faire sentir ses effets dans l'ensemble de l'économie. En outre, l'augmentation des prix de l'énergie, si elle se maintient, pourrait donner un coup de frein à la croissance¹.

Sous l'impulsion d'une hausse de 13 % des prix de l'énergie, l'IPC global aux États-Unis s'est accru de 2,7 % (sur douze mois) en décembre 1999, contre 1,6 % un an auparavant. L'inflation tendancielle a toutefois été limitée à 1,9 %, ce qui représente un repli par rapport à l'année précédente. Malgré ce comportement favorable des prix, les risques d'une accélération de l'inflation demeurent en raison du niveau élevé d'utilisation des ressources et de la vigueur de l'expansion de l'économie américaine. De plus, certains facteurs

Taux de change du dollar É.-U.

Taux effectif nominal vis-à-vis des monnaies composant l'indice C-6, 1987 = 100, données des mercredis



1. Pour une analyse quantitative de l'incidence possible du renchérissement du pétrole sur la production et l'inflation dans les économies industrialisées, voir OCDE (1999), p. 8.

qui avaient contribué à contenir l'inflation par le passé se sont renversés : la reprise de l'activité à l'extérieur de l'Amérique du Nord a commencé à réduire les capacités de production inutilisées dans le monde, les prix des produits de base, en particulier ceux de l'énergie, sont à la hausse, et le dollar américain a cessé de s'apprécier selon une moyenne pondérée en fonction des échanges commerciaux. Les risques d'une recrudescence de l'inflation ont incité les autorités monétaires américaines à relever leurs taux directeurs de 25 points de base à la mi-novembre pour la troisième fois en 1999, annulant ainsi complètement la réduction de 75 points de base qui avait été opérée à l'automne 1998 en réaction à la turbulence financière.

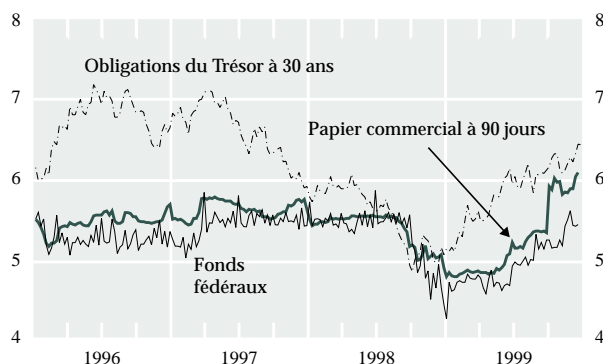
Aux États-Unis, l'expansion économique a continué de dépasser les attentes, ce qui comporte un risque d'accélération de l'inflation et suscite des anticipations de hausses des taux directeurs américains.

L'ampleur des nouvelles hausses des taux d'intérêt dépendra, semble-t-il, des perspectives d'une poursuite de la forte croissance de la productivité. Des données révisées récemment révèlent que l'avance de la production aux États-Unis durant la deuxième moitié des années 1990, et, partant, celle de la productivité du travail, a été nettement plus vive que ce qui avait d'abord été signalé. Les données pour le troisième trimestre de 1999 indiquent que la productivité du travail dans le secteur privé non agricole s'est accrue d'un peu plus de 3 % au cours de la dernière année. Ces gains importants ont contribué à atténuer l'incidence des hausses salariales sur les coûts de production et, du même coup, à contenir les pressions sur les prix. Mais une croissance de la productivité de cette ampleur pourrait ne pas être soutenable.

L'écart entre les obligations classiques et les obligations indexées sur l'inflation (à rendement réel) aux États-Unis semble indiquer que le taux d'inflation attendu à long terme, qui était resté relativement stable durant la majeure partie du second semestre de 1999, s'est légèrement accru au tournant de l'année.

Quelques taux d'intérêt pratiqués aux États-Unis

Données des mercredis



En réaction à la perception changeante des marchés au sujet des risques d'inflation, les taux d'intérêt à long terme ont affiché une certaine volatilité et eu tendance à monter. De plus, la plupart des participants aux marchés prévoient que les taux directeurs américains connaîtront une ou plusieurs hausses additionnelles de 25 points de base durant la première partie de l'an 2000.

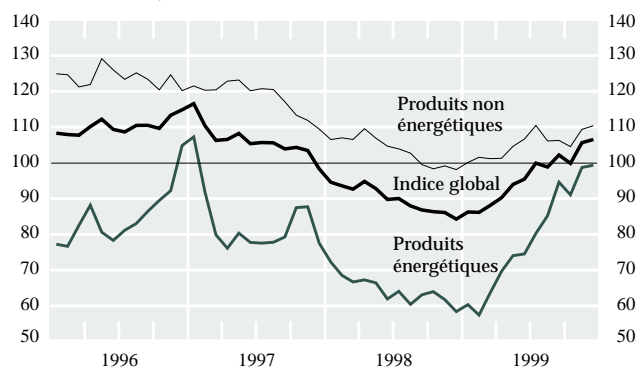
Une autre source d'incertitude pour l'économie américaine est le déficit élevé de la balance courante de ce pays, qui représente actuellement environ 4 % du PIB. Bien que l'on puisse s'attendre à ce que cela fasse éventuellement fléchir le dollar américain, il est difficile de prédire à quel moment ce mouvement pourrait se produire et quelle en serait l'ampleur.

Les prix des produits de base

Le prix moyen en dollars É.-U. des principaux produits de base canadiens, mesuré par l'indice des produits de base de la Banque du Canada, s'est accru d'environ 6 % depuis la fin d'octobre 1999. Même si une grande partie de cette hausse est attribuable à l'escalade des cours mondiaux du pétrole brut, elle tient aussi à un net redressement des prix des autres produits de base non agricoles. Quant aux prix des produits agricoles, ils restent déprimés, en raison surtout de l'effet qu'ont eu sur les prix des grains les estimations corrigées à la hausse de la production mondiale de blé ainsi que l'accroissement des stocks. Les augmentations de prix récentes accentuent la remontée des prix des produits de base, mais l'indice des prix des produits non énergétiques est encore d'environ 7 % inférieur au niveau où il se situait avant le fléchissement imputable à la crise asiatique.

Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada

1982-1990 = 100, en dollars É.-U.



Le pétrole brut a fortement renchéri à la faveur des limitations de la production suivies par les pays membres de l'OPEP et par plusieurs autres producteurs, ainsi que de la poussée de la demande aux États-Unis et ailleurs dans le monde. L'ascension des cours a été alimentée par les déclarations des porte-parole de l'OPEP selon lesquelles de nombreux membres favorisent le maintien des limitations de la production au-delà de mars 2000, date où celles-ci devraient prendre fin. Les cours du gaz naturel se sont aussi redressés, mais dans une moindre mesure, le temps plus doux que prévu dans presque toute l'Amérique du Nord ayant tempéré leur mouvement.

S'il est vrai que la montée des prix des produits non agricoles s'explique par un raffermissement de la demande mondiale, on constate que les pressions ont été particulièrement prononcées dans le cas des produits de base faisant l'objet de contraintes de production importantes. Ainsi, une plus grande partie du renchérissement récent des métaux communs est attribuable à un bond du prix du nickel, lui-même dû à la crainte qu'un lock-out dans une grande mine canadienne ne provoque une réduction de l'offre. Les augmentations importantes de la production mondiale d'acier inoxydable, grand consommateur de nickel, ont aussi contribué à la hausse des prix de ce métal. De même, le renchérissement du bois d'œuvre, bien qu'alimenté par le dynamisme du marché du logement en Amérique du Nord, découle en grande partie de l'annonce de fermetures hivernales prolongées faite par plusieurs producteurs de la Colombie-Britannique ayant épuisé leurs contingents d'exportation vers les États-Unis.

L'évolution économique au Canada

La demande globale, la production et l'emploi

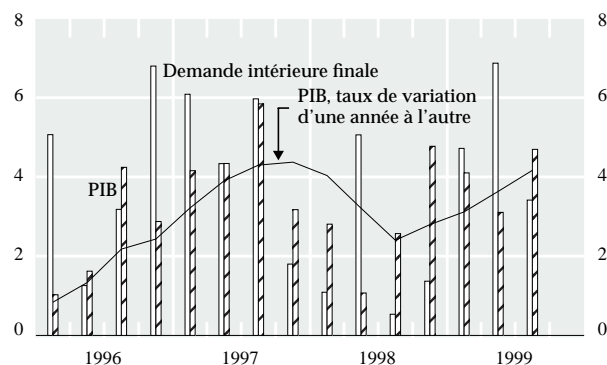
Les données économiques publiées depuis le début de novembre ont généralement conforté les points de vue exprimés dans la livraison de novembre du *Rapport sur la politique monétaire*. Il semble toutefois qu'une impulsion additionnelle ait été donnée à l'expansion de l'activité au Canada par la vigueur supérieure aux attentes de l'économie américaine et des marchés mondiaux des produits de base.

Les données économiques publiées depuis le début de novembre ont généralement conforté les points de vue exprimés dans le dernier Rapport sur la politique monétaire et corroborent les risques associés à ces points de vue.

Le PIB réel au Canada s'est accru de 4,7 % (en taux annualisé) au troisième trimestre de 1999, ce qui correspond assez bien aux prévisions. En outre, la composition de la demande est sensiblement celle à laquelle on s'attendait. Les exportations canadiennes ont bondi, à la faveur surtout de la vigueur de l'écono-

Production et demande intérieure finale

Variation trimestrielle, en taux annuels



mie américaine. Les dépenses de consommation ont poursuivi leur vive expansion, ce qui tient au niveau de confiance relativement élevé des consommateurs, à la baisse des taux d'imposition des particuliers² et peut-être un peu à l'amélioration perçue de la richesse financière personnelle liée à la démutualisation récente des compagnies d'assurance vie canadiennes³. Parallèlement, la progression des dépenses d'investissement des entreprises, de la construction résidentielle et des importations a décéléré par rapport au rythme vigoureux qu'elle affichait les six premiers mois de l'année. Les dépenses publiques en produits et services ont crû moins rapidement que prévu, et il semble que l'augmentation des dépenses de santé des administrations provinciales, liée à des mesures annoncées dans le budget fédéral de 1999, sera plus graduelle qu'on ne l'avait projeté.

Les premiers indicateurs de la croissance de l'activité au quatrième trimestre donnent à penser que celle-ci est demeurée robuste. D'après les données disponibles sur l'évolution économique aux États-Unis et sur le commerce des marchandises en octobre, l'essor des exportations canadiennes devrait se poursuivre. La vive progression qu'a connue l'emploi au Canada au quatrième trimestre, surtout en ce qui concerne les emplois à plein temps et les emplois salariés⁴, permet d'entrevoir une augmentation substantielle du revenu des particuliers et la poursuite de l'expansion de la dépense des ménages⁵.

L'évolution observée récemment renforce l'opinion exprimée par la Banque dans le *Rapport* de novembre, selon laquelle la croissance du PIB réel au Canada avoisinera 3,75 % pour l'ensemble de l'année 1999. En raison de la vigueur inattendue de la demande extérieure, toutefois, la croissance économique prévue pour l'an 2000 se situe désormais dans la moitié

2. Le 1^{er} juillet 1999 entraient en vigueur un certain nombre de mesures du dernier budget fédéral ayant pour effet de réduire l'impôt sur le revenu des particuliers. Parmi celles-ci, mentionnons des hausses des montants utilisés pour déterminer le crédit d'impôt personnel et le crédit pour personne mariée, ainsi que l'élimination complète de la surtaxe générale de 3 %. Des réductions des taux d'imposition du revenu décrétées par le gouvernement de l'Ontario ont aussi pris effet à cette date.

3. Ce facteur pourrait continuer à soutenir quelque peu les dépenses de consommation jusque durant les premiers mois de l'an 2000.

4. Nous restons prudents dans l'interprétation des fluctuations à court terme de cet indicateur de l'emploi, puisque, ces deux dernières années environ, son profil trimestriel à l'intérieur d'une année donnée n'a pas été compatible avec celui de la croissance du PIB. Néanmoins, le taux de croissance tendanciel de l'emploi a été élevé au cours de la dernière année.

5. Le règlement fédéral récent sur l'équité salariale stimulera aussi probablement la dépense des ménages de façon temporaire en l'an 2000.

supérieure de la plage de 2,75 à 3,75 % projetée en novembre dernier.

En raison de la vigueur inattendue de la demande extérieure, la croissance économique prévue pour l'an 2000 se situe désormais dans la moitié supérieure de la plage projetée en novembre dernier.

Les prix et les coûts

Le taux d'accroissement sur douze mois de l'indice de référence est descendu à 1,5 % en novembre, soit un peu en deçà des attentes. La principale surprise a été les rabais importants pratiqués sur les prix des biens semi-durables, notamment les vêtements pour dames, qui constituent une composante volatile des prix à la consommation ces derniers mois. L'évolution de deux autres mesures statistiques du taux d'inflation tendanciel, IPCX et IPCP⁶, continue de suivre de près celle de l'indice de référence.

Au cours des prochains mois, trois facteurs contribueront à faire remonter l'inflation mesurée par l'indice de référence vers le point médian de 2 % de la fourchette cible de la Banque : la suppression des rabais consentis récemment, le maintien du taux d'inflation attendu à long terme aux alentours de 2 % et la possibilité que l'économie fonctionne à pleine capacité ou légèrement au-dessus.

Toutefois, deux autres facteurs devraient avoir une influence modératrice sur l'inflation mesurée par l'indice de référence. Premièrement, l'évolution récente des prix permet de croire que la dépréciation qu'a subie en 1998 le dollar canadien s'est déjà répercutée pour l'essentiel sur les prix à la consommation et que ses effets sur l'inflation sont par conséquent en train de s'estomper. Deuxièmement, les coûts unitaires de main-d'œuvre ont à peine augmenté au troisième trimestre par rapport au niveau où ils se

6. La mesure IPCX exclut les huit composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que les effets des impôts indirects sur les autres composantes. La mesure IPCP multiplie la pondération de chacune des composantes du panier de l'IPC par un coefficient qui est inversement proportionnel à la variabilité de la composante. Pour de plus amples renseignements, voir l'article de T. Lafèche (1997).

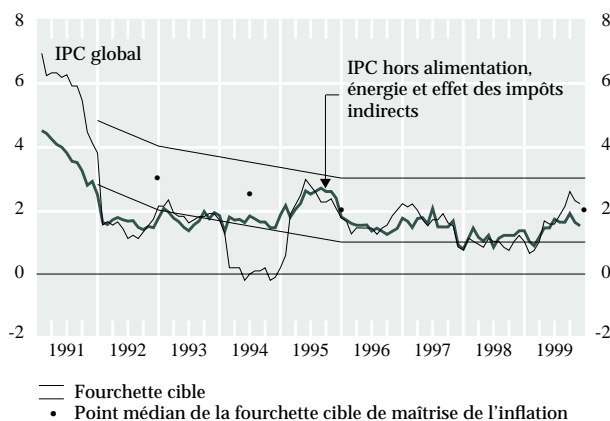
situaient un an auparavant, la hausse des salaires ayant été largement compensée par des gains de productivité accrus.

La Banque prévoit que le taux d'accroissement sur douze mois de l'inflation mesurée par l'indice de référence montera à 2 % au premier trimestre de cette année, en partie parce que les facteurs temporaires qui avaient freiné sa hausse durant les derniers mois de 1999 se sont renversés. Les autres facteurs à l'œuvre laissent aussi entrevoir une accélération de l'inflation mesurée par l'indice de référence par rapport à son récent creux. De plus, comme il a été mentionné précédemment dans le présent article, l'évolution observée ces trois derniers mois corrobore les risques pesant sur l'inflation au Canada et qui ont été exposés dans la dernière livraison du *Rapport*.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait remonter tout près de 2 %, le point médian de la fourchette cible, au cours des prochains mois.

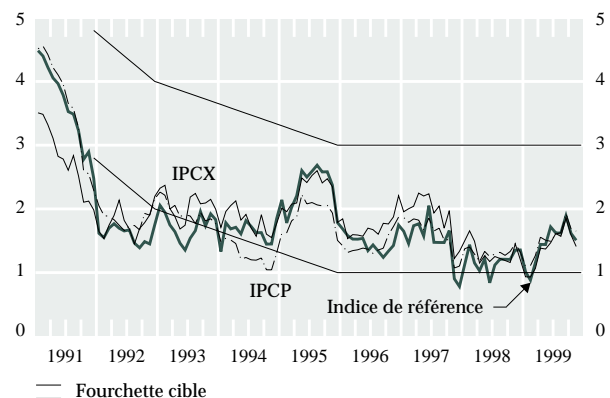
Indice des prix à la consommation

Taux de variation sur 12 mois



Indice de référence et autres mesures de l'inflation tendancielle

Taux de variation sur 12 mois



Même si l'escalade des prix mondiaux de l'énergie a eu un certain effet sur l'inflation mesurée par l'indice de référence, en raison notamment de l'incidence de la hausse des coûts du carburant sur les tarifs aériens, en général le vif renchérissement des produits de base n'a pas encore été une source importante de pressions à la hausse sur cet indice. Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global, toutefois, a été bien supérieur ces derniers mois à celui de l'indice de référence, dans la foulée du redressement marqué des prix de l'essence, du mazout et du gaz naturel. On s'attend à ce que la nouvelle remontée des cours du pétrole brut enregistrée depuis le début de novembre fasse grimper le taux d'augmentation de l'IPC global à près de 3 % dans les mois qui viennent; on continue de croire que ce taux redescendra ensuite pour se rapprocher de l'inflation mesurée par l'indice de référence, encore que cela devrait se faire plus lentement qu'on ne le projetait dans le *Rapport* de novembre.

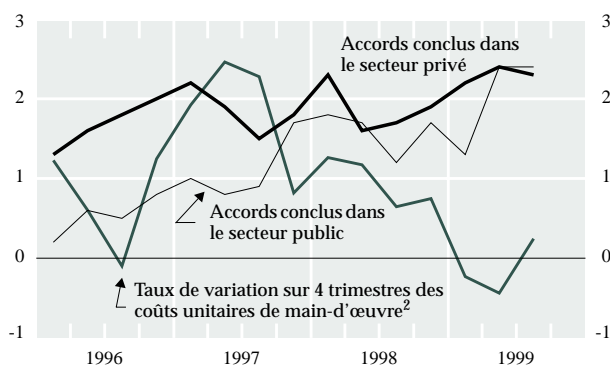
Selon les résultats, publiés en janvier, de la toute dernière enquête trimestrielle du Conference Board auprès des prévisionnistes, le taux d'augmentation de l'IPC global prévu dans le secteur privé s'établit en moyenne à 2,2 % pour 2000 et à 2,0 % pour 2001.

L'accroissement marqué des prix des produits de base que le Canada exporte a été un facteur important de l'augmentation de l'indice des prix en chaîne du PIB au troisième trimestre, qui a été de 2,1 % en glissement annuel.

La plupart des données publiées depuis le début de novembre confirment l'opinion de la Banque selon laquelle les hausses attendues des coûts unitaires de main-d'œuvre seront modestes. D'après les données parues dans la publication de Statistique Canada intitulée *Information population active*, la progression sur quatre trimestres des gains horaires moyens (heures supplémentaires non comprises) pour les employés permanents a été de 2,8 % au quatrième trimestre de 1999, soit un peu plus qu'au trimestre précédent. Les

Accords salariaux¹ et coûts unitaires de main-d'œuvre

Pour cent



1. Augmentation annuelle effective du taux de rémunération de base pour les accords nouvellement conclus
2. Ratio du revenu total du travail au PIB réel

enquêtes récentes sur la rémunération semblent indiquer que les hausses salariales pour l'an 2000 seront semblables ou légèrement inférieures à celles consenties en 1999. L'augmentation annuelle moyenne prévue dans les conventions collectives conclues dans le secteur privé a grimpé à 4,0 % en septembre et octobre 1999, en raison de la signature d'ententes importantes dans le secteur de l'automobile. Si l'on exclut ces ententes, on constate que l'augmentation moyenne accordée au cours de ces deux mois dans les secteurs privé et public s'établit à 2,1 %. Les coûts unitaires de main-d'œuvre dans l'ensemble de l'économie n'ont pas non plus beaucoup varié depuis un an. Toutefois, le taux de chômage étant descendu juste au-dessous de 7 % en novembre et décembre, ce qui ne s'était pas vu depuis 18 ans, quelques pénuries de main-d'œuvre ont été signalées. Par ailleurs, le taux d'activité est demeuré sensiblement le même depuis un an, mais il pourrait s'accroître légèrement à court terme, en réaction à l'évolution favorable qu'a connue le marché du travail ces derniers temps.

La Banque continue de surveiller de près une vaste gamme d'autres indicateurs des pressions sur les capacités de production et sur l'inflation. D'après les calculs habituels, il semble que l'économie canadienne fonctionnera en l'an 2000 au delà du taux qui correspond aux estimations de la production potentielle. Toutefois, ces estimations s'accompagnent d'un large intervalle de confiance, à cause surtout des importants changements structurels qui sont survenus sur les marchés canadiens des biens et du travail dans les années 1990. Il reste que le taux mesuré d'utilisation

des capacités du secteur des produits non agricoles au troisième trimestre se situait à son plus haut niveau depuis 1987-1988, ce qui constitue un autre signe que l'économie canadienne pourrait être proche de son plein potentiel. Parallèlement, malgré le dynamisme de l'économie, l'inflation mesurée par l'indice de référence a été en gros conforme aux attentes. Et si l'accroissement sur douze mois des prix de revente des maisons est resté relativement important au troisième trimestre, les prix des maisons neuves ne sont pas beaucoup plus élevés qu'ils ne l'étaient il y a un an. En outre, le ratio des commandes en carnet aux expéditions dans le secteur de la fabrication a peu varié ces derniers mois, et l'évolution de nos agrégats monétaires (voir la prochaine section) indique que l'inflation mesurée par l'indice de référence continuera d'avoisiner le point médian de la fourchette cible.

L'évolution des marchés financiers au Canada et les mesures de politique monétaire

L'évolution de la masse monétaire et du crédit

La croissance de M1 s'est quelque peu accélérée depuis la dernière livraison du *Rapport*, s'établissant à 8 % environ, en glissement annuel, en octobre-novembre. Cette accélération pourrait s'expliquer en partie (surtout pour ce qui est de novembre) par l'accroissement des liquidités auquel a donné lieu le passage à l'an 2000. Les agrégats plus larges que sont M1+ et M1++ n'ont pas progressé aussi rapidement que M1 durant cette période, mais leur rythme de croissance sur douze mois a aussi augmenté légèrement, prolongeant ainsi une tendance qui s'est amorcée au début de 1999. À environ 6 à 7 %, l'expansion de ces agrégats est compatible avec la poursuite d'une activité économique vigoureuse et n'annonce pas d'intensification des pressions inflationnistes. Le modèle de la Banque fondé sur M1 continue d'indiquer que l'inflation restera à l'intérieur de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation durant les quelque deux prochaines années.

En glissement annuel, le rythme de croissance récent de l'agrégat monétaire au sens large M2++ est resté dans la plage de variation de 6 à 7 % qu'il a affichée pendant presque toute l'année 1999. Ce rythme est compatible avec un taux d'inflation proche du point médian de la fourchette cible.

Les crédits aux ménages se sont accrus à une cadence rapide ces derniers mois, ce qui laisse présager que les dépenses de consommation resteront vigoureuses à court terme. La croissance des crédits aux entreprises est demeurée relativement faible, les bénéfices accrus réalisés par ces dernières ayant limité leurs besoins de financement externe.

Le rythme de croissance récent des agrégats monétaires laisse présager la poursuite d'une expansion économique vigoureuse mais n'annonce pas d'intensification des pressions inflationnistes.

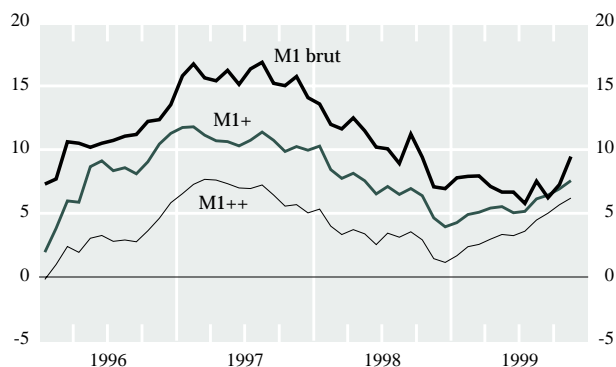
Tout compte fait, les données tirées des variables financières vont de pair avec l'expansion projetée de la production de l'ordre de 2,75 à 3,75 % en l'an 2000. Les modèles indicateurs simples, qui reposent uniquement sur la progression des agrégats monétaires au sens étroit, indiquent que la croissance se situera dans cette plage. Les modèles qui incluent aussi l'écart entre les taux d'intérêt à court et à long terme laissent entrevoir une croissance s'établissant légèrement au-dessus de la limite supérieure de la plage en question⁷. La forte expansion des crédits aux ménages et des crédits à long terme aux entreprises est compatible également avec l'avance projetée de l'activité économique.

Étant donné que les crédits aux ménages augmentent un peu plus rapidement que le revenu disponible des particuliers, le ratio de l'endettement personnel au revenu disponible était à la hausse au troisième trimestre. Néanmoins, le ratio estimatif des paiements d'intérêts au revenu disponible est bien inférieur à la moyenne des 20 dernières années.

7. Pour une description de ces modèles, voir Tkacz et Hu (1999).

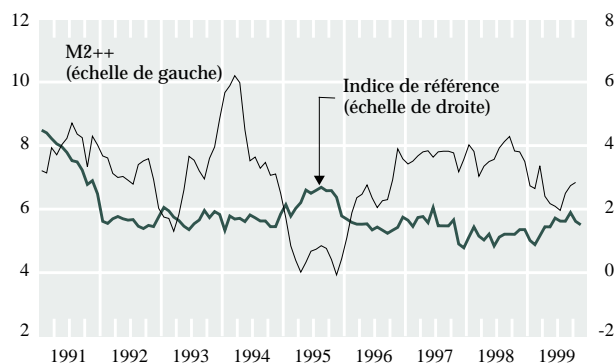
Croissance de la masse monétaire au sens étroit

Taux de variation sur 12 mois



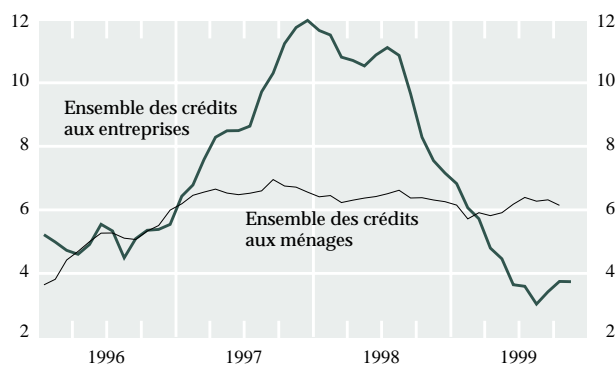
Taux d'inflation selon l'indice de référence et taux de croissance de la monnaie au sens large

Taux de variation sur 12 mois



Agrégats du crédit

Taux de variation sur 12 mois



La demande de billets de banque et le passage à l'an 2000

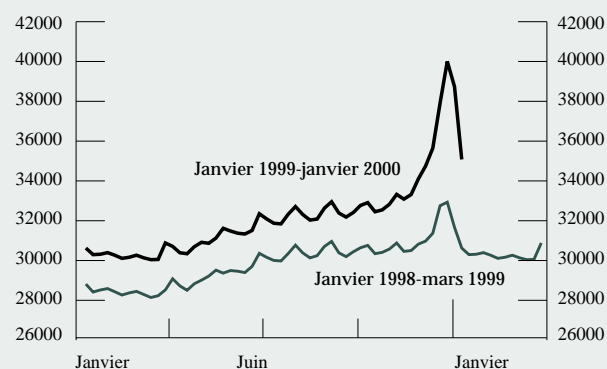
Les gens ont recours à une panoplie de moyens de paiement pour régler leurs transactions : les billets de banque et les pièces de monnaie, les cartes de crédit, les chèques, les cartes de débit et les transferts électroniques de fonds. Ces dernières années, les progrès de l'informatique et des télécommunications ont permis de régler une proportion croissante des transactions par des virements électroniques, ce qui a réduit la part des paiements au comptant. Néanmoins, la circulation de billets demeure importante, plus de 1 000 \$ par homme, femme et enfant au Canada. Ces billets sont principalement détenus par les entreprises, notamment les détaillants, plutôt que par les particuliers. La demande de billets affiche également un cycle saisonnier prononcé, caractérisé par une forte augmentation à la fin de chaque année, lors de la période des Fêtes.

Vers la fin de 1999, le risque que les gens demandent davantage de billets de banque pour faire face à une réduction appréhendée des services de paiement électroniques à cause de problèmes potentiels liés au passage à l'an 2000 a incité la Banque du Canada et les institutions financières à s'approvisionner davantage en billets. La Banque du Canada, qui avait quadruplé ses stocks de billets jusqu'à concurrence de 23 milliards de dollars, a donc pu satisfaire la demande provenant des institutions financières et du public. Au 31 décembre 1999, le montant additionnel de billets mis en circulation par la Banque du Canada était de l'ordre de 5,5 milliards de dollars, dont la plus grande partie

(quelque 4 milliards de dollars) était détenue par les institutions financières. Les ménages canadiens n'ont, en fin de compte, que relativement peu accru leur demande de billets par rapport au montant qu'ils détiennent normalement en fin d'année. Avec l'arrivée de l'an 2000, ils est vite devenu évident que tout se passait bien, et la crainte reliée au passage à l'an 2000 s'est estompée. L'excédent de billets en circulation a été retourné rapidement à la Banque du Canada.

Billets en circulation

Millions de \$, données des mercredis



Les conditions monétaires et les mesures de politique monétaire

Peu après la rédaction du *Rapport* de novembre 1999, des indications de la vigueur de la croissance intérieure et du maintien d'une forte demande en provenance des États-Unis ont incité la Banque du Canada à hausser le taux officiel d'escompte de 25 points de base pour le porter à 5 %. Cette décision a été prise après que la Réserve fédérale des États-Unis eut relevé de 25 points de base le taux cible des fonds fédéraux. Lors des deux majorations précédentes du taux des fonds fédéraux, le taux d'escompte était demeuré inchangé. La Banque a décidé d'intervenir en novembre pour maintenir l'inflation bien à l'intérieur de sa fourchette cible de 1 à 3 %. Cette décision ayant été anticipée sur les marchés, elle n'a pas donné lieu à des variations sensibles des taux qui y sont pratiqués.

En novembre, les taux obligataires à long terme ont commencé à monter partout dans le monde, les marchés craignant une résurgence des pressions inflationnistes à mesure que la demande allait exercer des pressions sur les capacités de production. Cependant, les rendements obligataires n'ont pas augmenté autant au Canada qu'aux États-Unis, et les écarts entre les rendements nominaux sont redevenus négatifs.

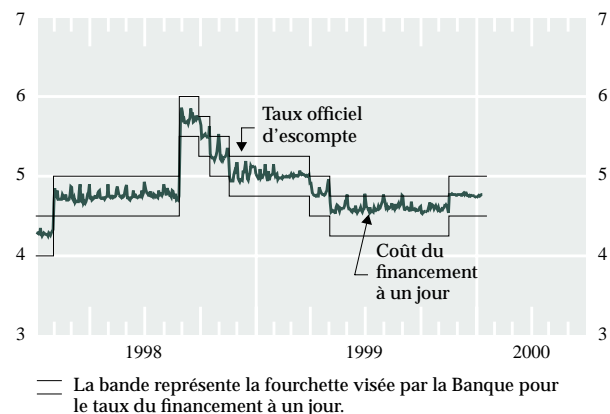
Les taux d'intérêt à court terme ont augmenté, en raison des attentes des marchés au sujet d'une intervention possible des autorités monétaires. Le dollar canadien s'est raffermi.

L'écart de rendement entre les obligations classiques et les obligations à rendement réel⁸, qui a tendance à refléter les attentes des marchés financiers au sujet de l'évolution future de l'inflation, est resté relativement stable depuis la parution du *Rapport* de novembre, se maintenant aux alentours de 2 %, alors qu'il se creusait depuis le début de 1999.

8. Voir la Note technique 3 de la livraison de novembre 1997 du *Rapport sur la politique monétaire*.

Taux officiel d'escompte et coût du financement à 1 jour

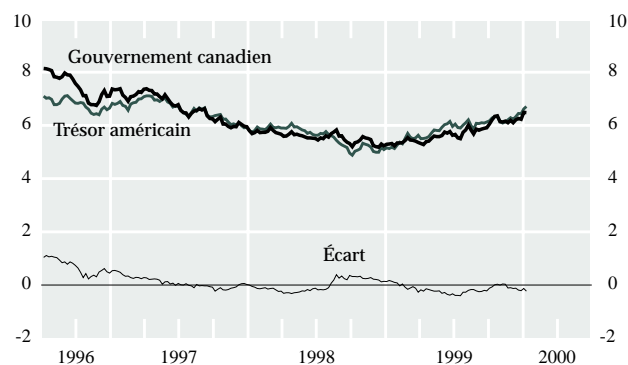
Données des mercredis



Les taux du papier commercial à 90 jours ont été très volatils en Amérique du Nord, en particulier aux États-Unis, lorsque les nouvelles dates d'échéance se sont mises à tomber en l'an 2000 et de nouveau vers la fin de 1999. Afin de limiter toute perturbation liée au passage à l'an 2000, la Réserve fédérale américaine et la Banque du Canada ont mis en place des mesures de contingence concernant l'octroi de liquidités⁹. À la mi-

Rendements des obligations d'État à 30 ans — Canada et États-Unis

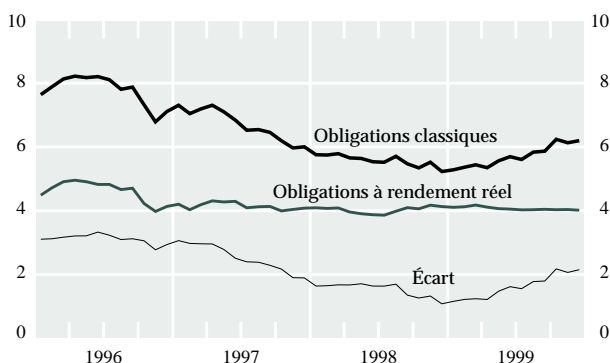
Données des mercredis



9. Au Canada, ces mesures comprenaient un mécanisme spécial d'octroi de concours destiné à satisfaire les besoins exceptionnels de liquidités pouvant survenir en fin d'année. La Banque était également disposée à accepter un plus large éventail de garanties en nantissement des prêts accordés à des fins de trésorerie. Des mesures ont aussi été prises pour empêcher que les taux du financement à un jour ne fassent l'objet de pressions inhabituelles. On trouvera dans le site Web de la Banque (à l'adresse <http://www.bank-banque-canada.ca>) des renseignements supplémentaires sur les mécanismes d'octroi de liquidités mis en place par la Banque en prévision du passage à l'an 2000.

Taux de rendement des obligations à 30 ans du gouvernement

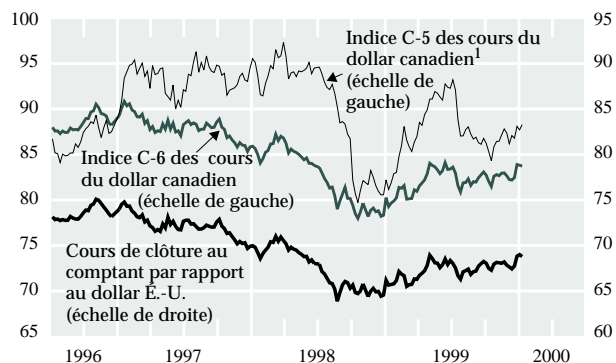
Données mensuelles



Taux de change du dollar canadien

1992 = 100, données des mercredis

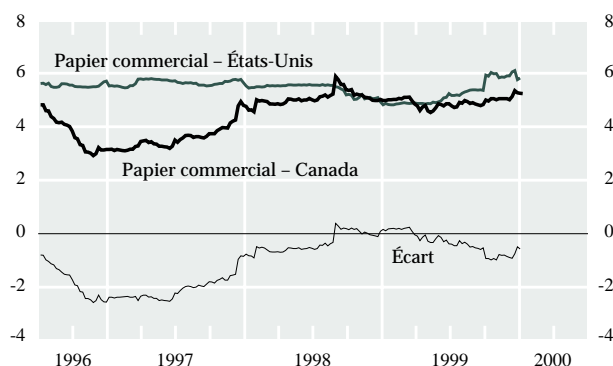
En cents É.-U.



1. L'indice C-5 exclut le dollar É.-U.

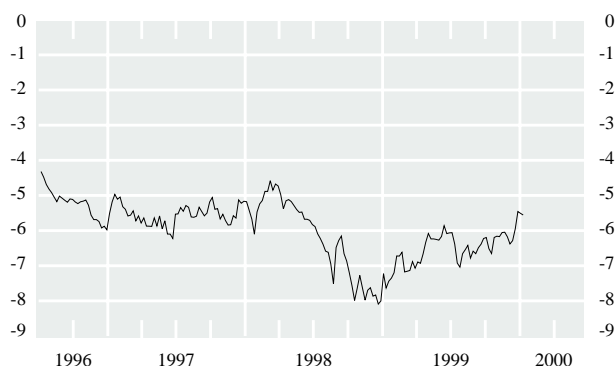
Taux d'intérêt à 90 jours — Canada et États-Unis

Données des mercredis



Indice des conditions monétaires

Données des mercredis, janvier 1987 = 0



On obtient cet indice en additionnant la variation du taux du papier commercial à 90 jours depuis janvier 1987 et le tiers de la variation, établie en pourcentage, du cours effectif du dollar canadien par rapport aux monnaies composant l'indice C-6 également depuis janvier 1987.

janvier, les taux à court terme pratiqués en Amérique du Nord reflétaient déjà mieux les taux du financement à un jour et tenaient compte des attentes des marchés au sujet des prochaines interventions des autorités monétaires.

Les participants aux marchés financiers ont également pris des précautions durant toute l'année 1999 afin de ne pas avoir à effectuer de transactions en fin d'année. Ainsi, les sociétés ont préféré le financement à long terme et les transactions ont été structurées de manière à ne pas arriver à échéance près de la fin de l'année. Ces pratiques ont eu pour résultat de réduire la liquidité des marchés des titres à revenu fixe et des marchés des changes vers la fin de décembre, mais pas autant que ce qui avait été prévu.

Le taux de change du dollar canadien par rapport au dollar américain a fluctué dans une fourchette allant de 67,50 à 68,50 cents É.-U. entre la mi-novembre et la mi-décembre. Au cours de cette période, la perception d'une faiblesse saisonnière sur les marchés pourrait avoir pesé sur le cours du dollar canadien. Depuis, ce dernier s'est raffermi, pour se situer autour de 69 cents É.-U., à la faveur de la vigueur soutenue des marchés des produits de base, de l'excédent affiché par la balance courante au troisième trimestre de 1999 et de la force des facteurs fondamentaux de l'économie canadienne. L'indice des conditions monétaires de la Banque a oscillé entre -6,5 et -5,5 depuis la mi-novembre.

Ouvrages et articles cités

- Conference Board du Canada (2000). *Survey of Forecasters*, hiver.
- Lafèche, T. (1997). « Mesures statistiques du taux d'inflation tendanciel », *Revue de la Banque du Canada*, automne, p. 29-47.
- Organisation de Coopération et de Développement Économiques (1999). *Perspectives économiques de l'OCDE*, vol. 66, décembre.
- Tkacz, G. et S. Hu (1999). « Forecasting GDP Growth Using Artificial Neural Networks », document de travail n° 99-3, Banque du Canada.