

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

Les perspectives de l'économie mondiale et de l'économie canadienne ne se sont pas modifiées de façon sensible depuis la parution, en mai dernier, de la dernière livraison du *Rapport sur la politique monétaire*. Néanmoins, l'évolution récente renforce le scénario généralement favorable qui y était présenté.

La situation des économies à marché émergent s'est améliorée, et il y a de bonnes chances que l'on assiste à une relance de l'activité en 1999 et 2000 dans certains des pays de l'Asie du Sud-Est les plus touchés par la récente crise financière. Dans l'ensemble, les économies d'Amérique latine s'en sont également tirées mieux que prévu, en partie grâce aux mesures prises par le Brésil pour faire face à ses difficultés financières.

Aux États-Unis, la demande globale continue de croître plus rapidement que la production potentielle, ce qui exerce de plus en plus de pressions sur les capacités de l'économie, et les craintes d'une résurgence de l'inflation se sont ranimées. Prenant acte de ces conditions et du relâchement des tensions financières qui avaient dicté la réduction des taux d'intérêt à l'automne 1998, la Réserve fédérale a relevé son taux cible pour les fonds fédéraux de 25 points de base à la fin juin afin de favoriser la poursuite d'une expansion économique durable.

Tout récemment, des signes de redressement ont aussi été observés chez certains des principaux partenaires commerciaux du Canada outre-mer. Au Japon, les chiffres des comptes nationaux témoigneraient d'une forte relance de la production au premier trimestre. À ce stade-ci toutefois, il est difficile d'évaluer l'ampleur

et la durabilité de ce rebond et d'établir s'il signale l'amorce d'une reprise soutenue. En Europe, la croissance a été modérée, mais elle pourrait bien s'accélérer durant la prochaine année grâce à l'assouplissement des conditions monétaires opéré.

L'amélioration des perspectives de croissance de la demande mondiale a aussi donné lieu à une remontée des cours mondiaux des produits de base.

Dans ce contexte, et étant donné la position concurrentielle favorable du Canada, l'essor de nos exportations

Faits saillants

- *En dépit de certaines incertitudes qui persistent sur la scène internationale, l'évolution survenue depuis la sortie, en mai, du Rapport sur la politique monétaire renforce les pronostics concernant l'économie mondiale et le Canada.*
- *Le rythme de croissance de l'activité économique au Canada semble en bonne voie d'atteindre la limite supérieure de la plage de 2 3/4 à 3 3/4 % citée dans la livraison de mai du Rapport.*
- *On s'attend toujours à ce que l'inflation tendancielle s'inscrive en hausse mais qu'elle demeure dans la moitié inférieure de la fourchette de 1 à 3 % visée par la Banque du Canada.*

Les données que renferme le présent commentaire s'arrêtent au 9 juillet 1999.

devrait se poursuivre durant les mois à venir. La conjoncture se prête également à une expansion soutenue de la dépense intérieure, ce que corrobore en gros l'évolution récente des agrégats de la monnaie et du crédit.

Considérés dans leur ensemble, les nouveaux renseignements disponibles et l'évolution observée depuis mai donnent à penser que l'économie canadienne atteindra en 1999 une croissance (en moyenne annuelle) proche de la limite supérieure de la plage de 2 3/4 % à 3 3/4 % mentionnée dans la livraison de mai du *Rapport sur la politique monétaire*. On s'attend toujours à ce que la tendance de l'inflation s'élève au cours des prochains mois, mais qu'elle demeure dans la moitié inférieure de la fourchette cible. Les indicateurs des pressions sur l'appareil de production (p. ex. le taux d'inflation effectif par rapport au taux attendu, les coûts et la croissance de la masse monétaire et du crédit) continuent d'étayer cette prévision.

L'évolution internationale

Les économies à marché émergent, l'Europe et le Japon

Dans les *économies à marché émergent*, la situation continue de s'améliorer. On note maintenant des signes évidents de relance dans certains des pays de l'Asie du Sud-Est qui ont été frappés de plein fouet par la crise financière de 1997-1998. La reprise est surtout manifeste en Corée du Sud, où la production industrielle s'est vivement redressée, mais aussi en Thaïlande, en Malaisie et, récemment, en Indonésie. Au Brésil, où les conditions financières se sont dégradées vers la fin de 1998 en raison des inquiétudes que suscitaient les déséquilibres des finances publiques et de la balance courante, la décision de laisser flotter le *real* et l'adoption d'un nouveau programme d'ajustement parrainé par le FMI ont contribué à ramener la stabilité. Les taux d'intérêt poursuivent leur repli, l'inflation diminue et l'on croit maintenant que la production dans ce pays et ailleurs en Amérique latine sera moins touchée qu'on ne l'avait d'abord pensé. Au Mexique, les indicateurs récents révèlent une accélération de l'activité économique; les exportations sont demeurées robustes, les prix du pétrole ont augmenté et la demande intérieure s'est raffermie à la faveur de la baisse des taux d'intérêt.

Dans les économies de la *zone euro*, le rythme d'expansion s'est beaucoup ralenti depuis le milieu de 1998 à cause du pessimisme des milieux d'affaires et de la

baisse des exportations vers les marchés émergents. Les profils de croissance des trois grands pays de la zone euro ont divergé : l'activité économique a été plus soutenue en France qu'en Allemagne et en Italie. L'assouplissement des conditions monétaires dans l'ensemble de la zone euro devrait favoriser une intensification de la reprise au cours de la prochaine année. Au *Royaume-Uni*, la croissance de la production a aussi décéléré de façon notable par rapport au rythme insoutenable observé avant 1998. Il se pourrait bien que l'économie britannique connaisse un « atterrissage en douceur » en 1999, les conditions monétaires plus souples mises en place l'automne dernier favorisant un raffermissement graduel de l'activité au cours des prochains mois.

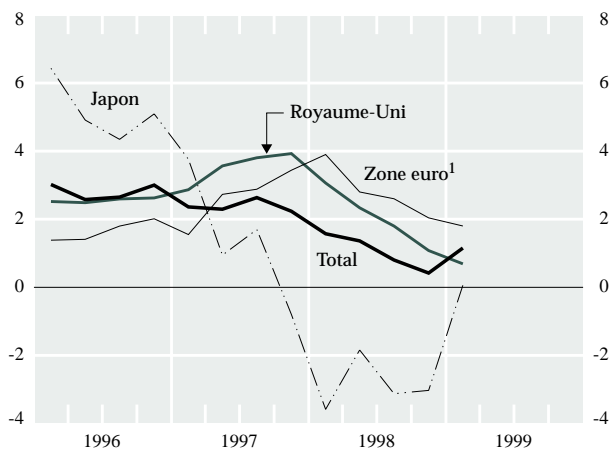
La situation des économies à marché émergent s'améliore.

Au *Japon*, après cinq trimestres consécutifs de repli, le PIB réel a enregistré, selon des données récentes, une forte remontée au premier trimestre de 1999 à la faveur, semble-t-il, des mesures de relance budgétaire adoptées par les autorités. Toutefois, comme nous l'avons indiqué précédemment, il est difficile à l'heure actuelle de se prononcer sur l'ampleur et la durabilité du redressement. La confiance des entreprises s'est accrue, mais celle des ménages, confrontés à la restructuration en cours dans les secteurs industriel et financier et à la détérioration des perspectives d'emploi, reste faible. Le taux de chômage a diminué un peu en mai (s'établissant à 4,6 % après avoir atteint 4,8 % en mars et avril, ce qui constitue un sommet pour la période d'après-guerre), mais le ratio du nombre d'emplois disponibles au nombre de candidats a atteint ce mois-là son plus bas niveau de tous les temps. En somme, une reprise appréciable de l'activité économique au Japon cette année semble encore improbable.

En Europe, le rythme d'expansion reste modéré, mais l'assouplissement des conditions monétaires devrait contribuer à raffermir l'activité durant la prochaine année.

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

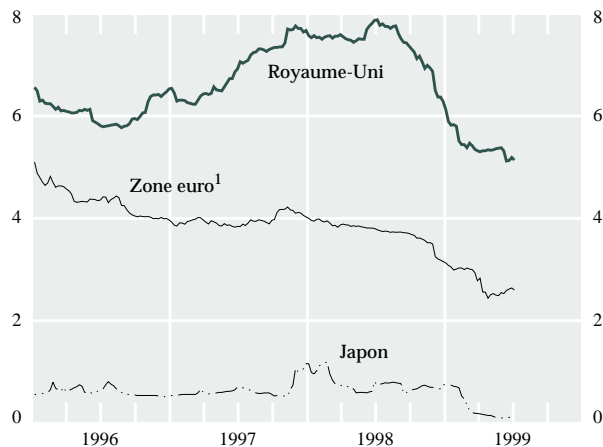
Taux de variation sur 4 trimestres



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

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

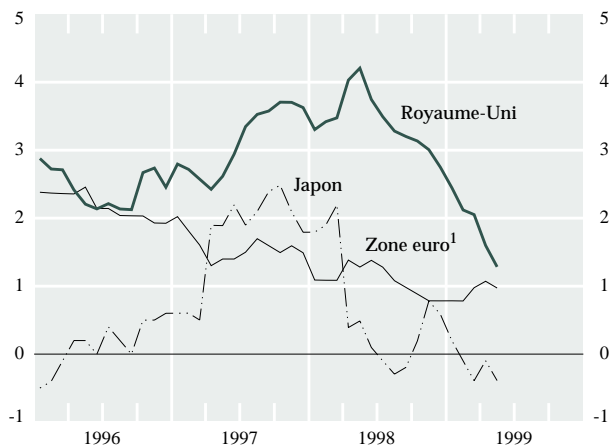
Données des mercredis



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.

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

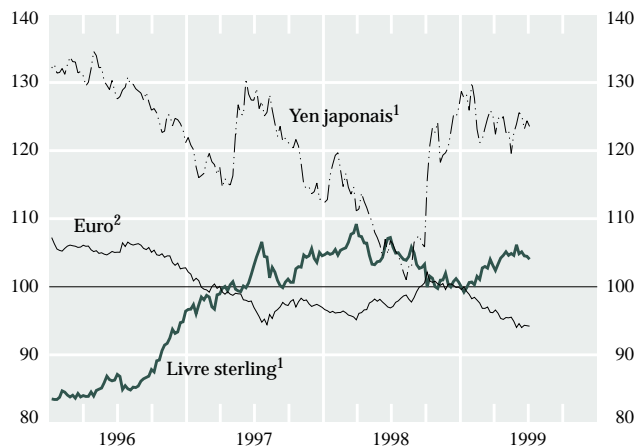
Taux de variation sur 12 mois



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

La hausse des prix à la consommation demeure modérée dans les grands pays industrialisés d'outre-mer du fait de la présence de capacités de production excédentaires et du recul des prix des importations en provenance des marchés émergents. Dans la zone euro, le taux d'inflation harmonisé s'établit à 1 % environ et il devrait rester bas. Au Royaume-Uni, le taux d'inflation hors taux hypothécaires est actuellement inférieur au taux cible de la Banque d'Angleterre, qui est de 2,5 %. Une fois exclus les effets des relèvements des

impôts indirects, le taux d'inflation au Royaume-Uni n'est plus que de 1,5 %. Au Japon, le taux d'inflation est légèrement négatif depuis le début de 1999. La marge de capacités inutilisées dans l'économie et l'appréciation passée du yen devraient continuer au cours des prochains mois à exercer des pressions à la baisse sur les prix. Toutefois, la force de ces pressions sera vraisemblablement atténuée par le renchérissement du pétrole.

Il est trop tôt pour évaluer si le récent redressement de l'activité économique au Japon signale l'amorce d'une reprise durable.

Les conditions monétaires dans les grands pays d'outre-mer sont devenues généralement plus expansionnistes en réaction au ralentissement de l'activité économique et au bas niveau de l'inflation actuelle et attendue. Cela est certainement le cas dans la zone euro, où la baisse des taux d'intérêt et la dépréciation marquée de l'euro (selon une moyenne pondérée en fonction des échanges commerciaux) par rapport aux six grandes monnaies composant l'indice C-6¹ ont donné lieu à un assouplissement important des conditions monétaires cette année. Les conditions monétaires sont aussi devenues plus expansionnistes au Japon depuis le début de 1999, en raison du recul des taux d'intérêt et de la dépréciation du cours effectif du yen. Au Royaume-Uni, elles n'ont pas varié beaucoup dans l'ensemble. L'appréciation substantielle de la livre sterling par rapport aux monnaies qui composent l'indice C-6 a contrebalancé en grande partie les effets des deux nouvelles réductions des taux officiels survenues depuis le début de l'année.

Les États-Unis

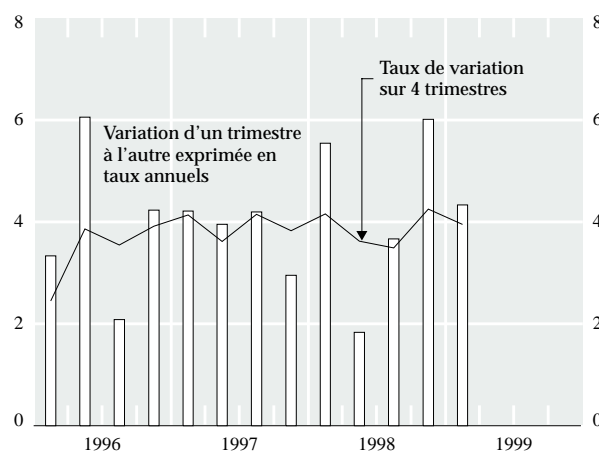
Aux États-Unis, la production progresse toujours à un rythme supérieur à la plupart des estimations de la croissance de la production potentielle. Compte tenu des pressions de plus en plus intenses qui s'exercent ainsi sur l'appareil de production, les craintes d'une résurgence des tensions inflationnistes se sont ravivées.

La croissance du PIB en termes réels a été de 4,3 % (en taux annualisé) au premier trimestre de 1999 comparativement à 6 % au trimestre précédent. Ce ralentissement du rythme global de l'expansion économique est survenu malgré une accélération de la demande intérieure, celle-ci ayant été amplement contrebalancée

1. Par suite du lancement de l'euro en janvier 1999, la Banque du Canada a remplacé son indice pondéré des monnaies des pays du Groupe des Dix par l'indice C-6. Les six devises qui composent cet indice sont le dollar É.-U., l'euro, le yen, la livre sterling, la couronne suédoise et le franc suisse. Lorsque la monnaie pour laquelle l'indice est calculé est l'euro, le yen, la livre sterling ou le dollar É.-U., le dollar canadien lui est substitué dans la composition de l'indice.

Produit intérieur brut des États-Unis en termes réels

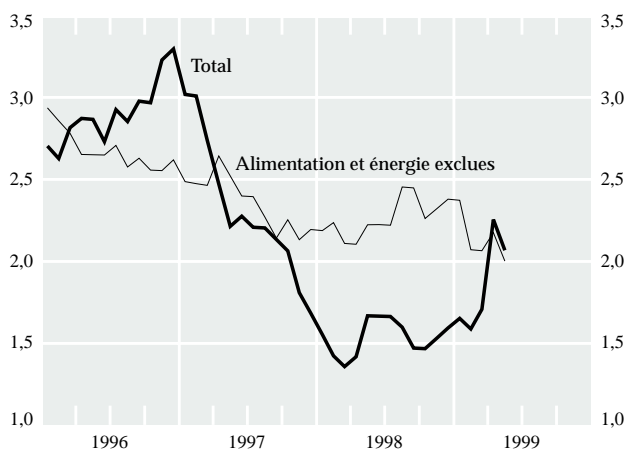
Données trimestrielles



par une baisse du volume net des exportations. Les gains appréciables affichés par l'emploi et le revenu réel des particuliers, le bas niveau des taux hypothécaires et les températures exceptionnellement douces enregistrées ont favorisé une progression rapide de toutes les grandes composantes de la demande intérieure. Si la croissance de la demande a été essentiellement tirée par les dépenses de consommation, il reste que la construction de logements et les investissements des entreprises en machines et matériel ont aussi beaucoup augmenté. Le dynamisme de la demande intérieure ayant fait grimper les importations alors que les exportations chutaient, le solde des échanges extérieurs a agi comme un frein sur l'activité au cours du trimestre.

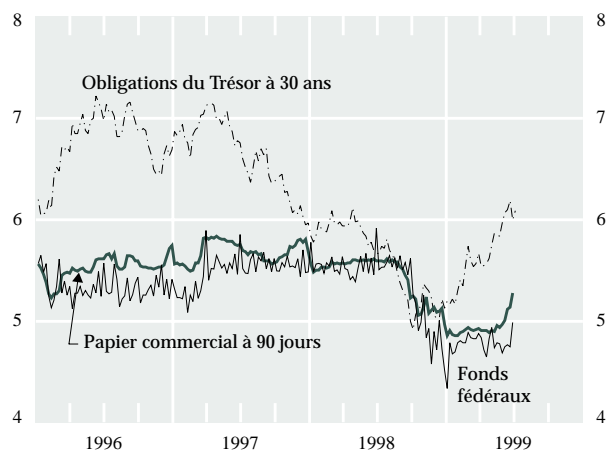
Indice des prix à la consommation aux États-Unis

Taux de variation sur 12 mois



Quelques taux d'intérêt pratiqués aux États-Unis

Données des mercredis



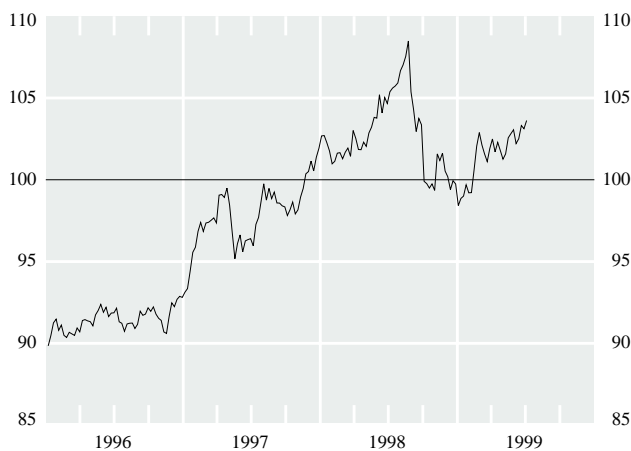
Tout semble indiquer que le rythme d'expansion de l'économie américaine est demeuré vif au deuxième trimestre. Même si la croissance de la demande intérieure a probablement ralenti par rapport à la cadence très rapide qu'elle affichait le trimestre précédent, cette évolution devrait être en grande partie compensée par une relance des exportations. Le taux négatif d'épargne des particuliers, la hausse des taux hypothécaires et la décélération attendue de la progression de l'emploi laissent présager un ralentissement de la croissance de la production en 1999. L'économie américaine n'en continuera pas moins de tourner à un haut régime.

La croissance de l'économie américaine continue de dépasser celle de la production potentielle, ce qui intensifie les pressions sur l'appareil de production et ranime l'inquiétude au sujet de l'inflation.

Même s'il existe encore peu de signes manifestes d'une hausse généralisée de l'inflation tendancielle, le taux élevé d'utilisation des ressources met encore une fois en relief les risques de surchauffe de l'économie américaine et fait craindre le réveil des pressions inflationnistes. Modérée en partie par l'appréciation continue du dollar É.-U., l'inflation fondamentale (mesurée par le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC

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



hors alimentation et énergie) est descendue à 2 % en mai. En outre, malgré les très fortes tensions que l'on observe sur les marchés du travail (le taux de chômage était de 4,3 % en juin) et la montée un peu plus rapide des salaires, des gains de productivité substantiels continuent de limiter les hausses des coûts unitaires de main-d'œuvre.

Devant le relâchement des tensions financières et la situation tendue du marché du travail, la Réserve fédérale a relevé son taux directeur, annulant ainsi une partie de la réduction opérée l'automne dernier.

Compte tenu de la situation régnant sur les marchés du travail, et bien que l'inflation soit encore tenue en bride à l'heure actuelle, la Réserve fédérale a annulé le 30 juin une partie de la réduction de 75 points de base des taux d'intérêt qu'elle avait opérée l'automne dernier en vue d'atténuer les tensions financières se faisant sentir au pays et à l'étranger; son taux cible pour les fonds fédéraux a été relevé de 25 points de base et porté à 5 %. Elle a aussi annoncé à cette occasion que, si elle ne penchait plus, comme à sa réunion de mai, en faveur d'un resserrement des conditions monétaires, elle allait demeurer à l'affût de tout indice de pressions inflationnistes.

Les taux à court terme du marché monétaire se sont inscrits en hausse depuis mai en prévision d'un relèvement des taux directeurs. Ce mouvement a été encore plus prononcé dans le compartiment à long terme de la courbe des taux, mais cette tendance s'est quelque peu renversée après la réunion de juin de la Réserve fédérale. L'élargissement notable qu'a connu récemment l'écart entre le rendement des obligations classiques et celui des obligations indexées sur l'inflation (à rendement réel) aux États-Unis laisse supposer que le taux d'inflation attendu à long terme aurait augmenté.

En raison de la hausse des taux d'intérêt à court terme et de l'appréciation du dollar É.-U. en moyenne pondérée, les conditions monétaires se sont durcies dans ce pays depuis le début de l'année.

Les prix des produits de base

Le prix moyen des principaux produits de base canadiens (mesuré par l'indice en dollars É.-U. établi par la Banque du Canada) a grimpé de quelque 13 % entre décembre 1998, où il avait touché un creux, et juin 1999, annulant ainsi la moitié environ des pertes subies dans le sillage de la crise asiatique. Même si ce redressement s'explique surtout par l'escalade des cours mondiaux du pétrole brut, les prix de plusieurs autres matières premières ont aussi enregistré une hausse appréciable.

Le pétrole brut a vivement renchéri cette année; cette évolution tient principalement au fait que les pays de l'OPEP ont bien respecté les ententes relatives à la limitation de la production, mais aussi à la forte

demande d'essence aux États-Unis. Les cours du gaz naturel ont aussi fait un bond depuis le début de 1999, par suite d'un ralentissement des activités de forage et d'un accroissement de la demande des producteurs d'électricité, qui convertissent leurs installations pour passer du pétrole au gaz.

En ce qui concerne les produits de base non énergétiques, on a assisté à une nette augmentation du prix de la pulpe et, plus particulièrement, du bois d'œuvre, attribuable à une intensification de la demande et, dans le cas du bois d'œuvre, à une insuffisance de l'offre. Les prix des métaux communs se sont aussi beaucoup raffermis, sous l'effet de l'amélioration des perspectives de la demande mondiale et des attentes d'une diminution de l'offre par suite de la fermeture de plusieurs importantes mines de cuivre aux États-Unis et au Canada. En revanche, le prix de l'or a chuté, en réaction notamment aux ventes d'or effectives et projetées de certaines grandes banques centrales et du Fonds monétaire international (ce dernier souhaitant ainsi financer un allègement du fardeau des pays pauvres les plus lourdement endettés). Les prix des céréales et des oléagineux sont demeurés déprimés, en raison des conditions météorologiques favorables aux cultures et de l'amélioration des récoltes. Néanmoins, les prix du bétail se sont redressés après les creux touchés en décembre dernier, ce qui s'explique surtout par la poussée qu'ont enregistrée les prix du porc en réponse à un fléchissement de l'offre et à une augmentation de la demande.

L'évolution économique au Canada

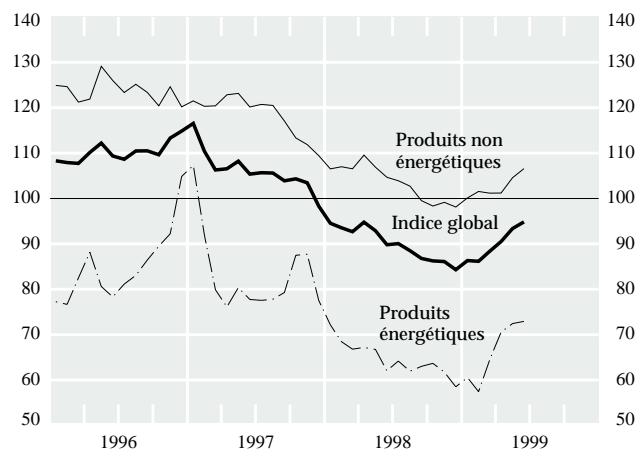
La demande globale, la production et l'emploi

Au premier trimestre de 1999, le PIB réel au Canada a progressé de 4,2 % (en taux annualisé), ce qui est conforme en gros aux attentes formulées dans la livraison de mai du *Rapport sur la politique monétaire*. Les principaux moteurs de la croissance ont été de nouvelles augmentations substantielles des volumes d'exportations, une reprise de la dépense des ménages et la fermeté continue des investissements des entreprises. L'augmentation de la demande a été comblée en partie par des importations et une réduction des investissements en stocks.

Les dépenses de consommation se sont ressaisies au début de 1999, après avoir piétiné pendant deux

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

1982-1990 = 100, en dollars É.-U.



trimestres d'affilée. À la faveur des gains réalisés antérieurement au chapitre de l'emploi, du regain de confiance des consommateurs et du renouvellement des modalités de financement avantageuses consenties sur les achats de véhicules automobiles, d'importantes hausses ont été observées dans la plupart des catégories de dépenses, et plus particulièrement les dépenses consacrées aux biens de consommation durables. Le retour à la normale des conditions météorologiques (après le temps hivernal exceptionnellement doux au trimestre précédent) a également contribué à une montée des dépenses en chauffage domestique et en vêtements chauds. Le revenu disponible des particuliers en termes réels n'ayant crû que de façon modérée au cours du trimestre, le taux d'épargne de ces derniers est tombé à 1,5 %, alors qu'il était de 2,2 % au trimestre précédent². La construction résidentielle a aussi connu un vif essor, la mise en chantier de nouveaux logements, les rénovations et le dynamisme du marché secondaire y contribuant tous. Les investissements des entreprises en machines et matériel ont de nouveau considérablement augmenté, ce qui s'explique surtout par la poursuite des achats d'ordinateurs (en partie dans le cadre des programmes de conformité à l'an 2000) et autres équipements de bureau. Toutefois, les dépenses relatives au parc immobilier non résidentiel ont fléchi.

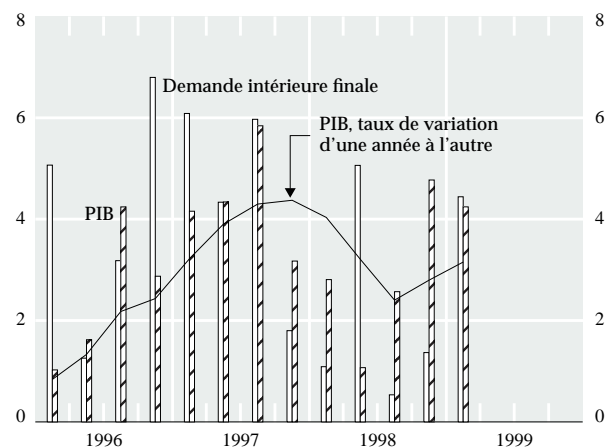
L'expansion de l'économie canadienne se poursuit à un bon rythme, à la faveur du dynamisme de la demande aux États-Unis et de l'essor généralisé de la demande intérieure.

La robustesse de l'économie américaine et la dépréciation en termes réels subie antérieurement par le dollar canadien ont continué de stimuler la demande d'exportations canadiennes, particulièrement celles de produits automobiles et de machines et matériel (ordinateurs, aéronefs et matériel de télécommunications).

2. Les niveaux des revenus et de l'épargne des particuliers pour 1997 et 1998 ont tous deux été relevés par suite d'une révision à la hausse du revenu du travail. Pour l'ensemble de 1998, le taux d'épargne révisé est de 2,3 % plutôt que de 1,2 % (le chiffre publié précédemment). Le taux d'épargne au quatrième trimestre de 1998 s'établit maintenant à 2,2 % au lieu de 0,8 %.

Production et demande intérieure finale

Variation d'un trimestre à l'autre en taux annuels



Par contre, les exportations d'énergie, de bois d'œuvre ainsi que de produits de l'agriculture et de la pêche ont diminué. Le rythme d'accumulation des stocks des entreprises non agricoles s'est modéré au premier trimestre. Une partie de la réduction des stocks des détaillants, spécialement ceux des concessionnaires automobiles, n'était probablement pas intentionnelle et témoignait d'un redémarrage des ventes plus vigoureux que prévu.

Bien qu'il ait crû moins rapidement que celui des exportations, le volume des importations a considérablement progressé au premier trimestre. Cette augmentation tient en grande partie à l'accroissement sensible des achats de machines et matériel, qui sont à forte teneur en importations. Les conditions météorologiques ont aussi entraîné une reprise des importations d'énergie par rapport aux niveaux exceptionnellement bas enregistrés au quatrième trimestre de 1998.

L'amélioration du solde commercial en termes réels ainsi qu'un redressement des termes de l'échange (attribuable surtout au renchérissement des produits de base) se sont traduits par une hausse substantielle de l'excédent commercial en dollars courants. À son tour, cette hausse a contribué à une réduction appréciable du déficit de la balance courante, qui est tombé à 0,6 % du PIB, contre 1,8 % au trimestre précédent.

L'emploi, qui avait fait un bond au dernier trimestre de 1998, a enregistré de nouveaux gains importants au premier trimestre de 1999 à la faveur de la forte croissance affichée en janvier. Bien que généralisés, ces gains ont été réalisés surtout au chapitre des emplois

salariés à plein temps du secteur privé et des emplois destinés aux jeunes. Néanmoins, depuis février, le niveau global de l'emploi n'a guère changé, malgré une modeste augmentation du nombre de postes à plein temps. Cependant, un léger allongement de la semaine de travail moyenne et la hausse prononcée de l'indice de l'offre d'emploi observée récemment laissent présager que le ralentissement de la croissance de l'emploi n'est probablement que temporaire et que de nouveaux progrès pourront être marqués.

La conjoncture demeure favorable à une expansion soutenue au cours des prochains trimestres.

Quant à ce que nous réserve l'avenir, il convient de signaler que les conditions d'une expansion économique vigoureuse au Canada demeurent réunies. Le dynamisme soutenu de la demande intérieure aux États-Unis et l'avantage concurrentiel dont bénéficie actuellement l'industrie canadienne devraient continuer d'alimenter l'essor des exportations. La dépense des ménages devrait aussi rester ferme, grâce à la présence de conditions monétaires expansionnistes, à la forte croissance passée de l'emploi et aux nouveaux gains attendus, à l'amélioration de la confiance des consommateurs et à l'abaissement des impôts sur le revenu aux niveaux fédéral et provincial³.

On s'attend désormais à ce que le taux de croissance de la production en 1999 se situe près de la limite supérieure de la plage de 2 3/4 à 3 3/4 % citée dans la livraison de mai du Rapport sur la politique monétaire.

3. En juillet 1999, la surtaxe fédérale de 3 % a été supprimée, et le montant des exemptions personnelles majoré au niveau fédéral. En juillet également, l'Alberta a apporté une correction équivalente au montant des exemptions personnelles, et des réductions de l'impôt sur le revenu des particuliers sont entrées en vigueur en Ontario et au Manitoba. Le Nouveau-Brunswick et l'Île-du-Prince-Édouard ont abaissé leur taux d'imposition du revenu des particuliers en janvier 1999.

Les premiers indicateurs pour le deuxième trimestre étayaient le scénario voulant que l'expansion économique se poursuive à un bon rythme. Les données relatives au revenu du travail et le PIB réel par branche d'activité au coût des facteurs pour avril ainsi que la production de véhicules automobiles et les mises en chantier de logements pour le mois de juin semblent toutes indiquer que la vigueur fondamentale de l'économie se maintiendra. La Banque s'attend maintenant à ce que la croissance du PIB réel soit à peu près la même au second trimestre qu'au trimestre précédent. L'économie canadienne se trouverait ainsi bien placée pour atteindre en 1999 une croissance (en moyenne annuelle) proche de la limite supérieure de la plage de 2 3/4 à 3 3/4 % citée dans la livraison de mai du *Rapport sur la politique monétaire*.

Les prix et les coûts

Le taux d'accroissement sur douze mois de l'indice de référence (soit l'IPC hors alimentation, énergie et effet des modifications des impôts indirects), qui se situait au début de l'année près de la limite inférieure de la fourchette de 1 à 3 % visée par la Banque, est remonté à 1,4 % au cours des mois d'avril et mai — c'est-à-dire à un niveau légèrement supérieur à celui qui était escompté au moment de la dernière livraison du *Rapport sur la politique monétaire*. Deux autres mesures du taux de l'inflation tendancielle, soit IPCX et IPCP⁴, ont affiché une évolution très semblable à celle de l'inflation mesurée par l'indice de référence, se maintenant au même niveau que celle-ci ou légèrement au-dessus.

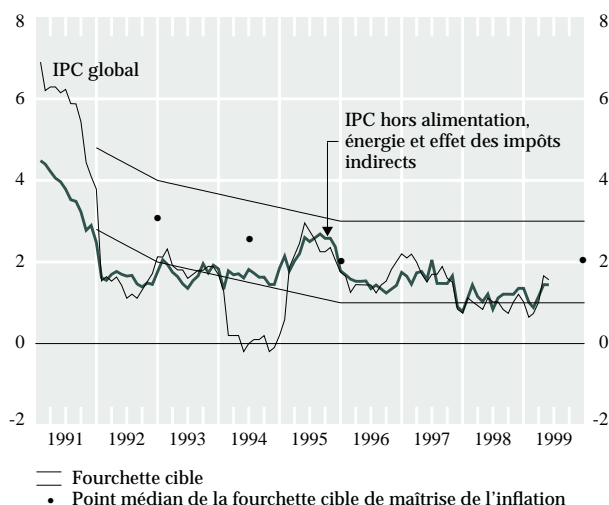
Le taux d'augmentation de l'IPC global, qui avait glissé en dessous de celui de l'indice de référence sous l'effet des pressions à la baisse dues au fléchissement des prix du pétrole, l'a récemment dépassé, à la faveur de la remontée de ces prix.

Au cours de la dernière année, la présence de capacités excédentaires au sein de l'économie et la faible progression des coûts unitaires de main-d'œuvre ont exercé des pressions à la baisse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence. La concurrence très vive que

4. 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. Laflèche, « Mesures statistiques du taux d'inflation tendanciel », publié dans la livraison d'automne 1997 de la *Revue de la Banque du Canada*, p. 29-47.

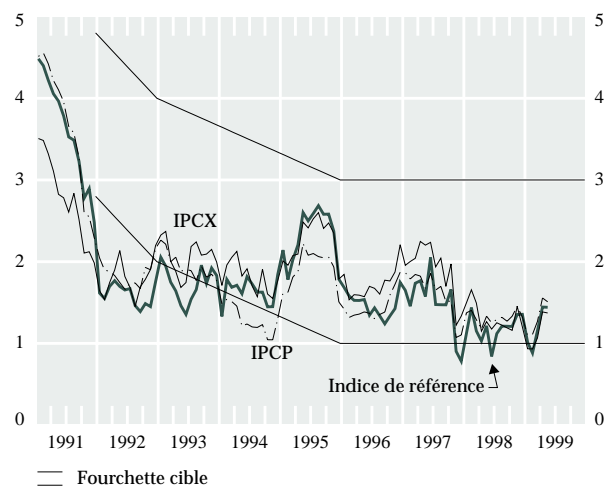
Indice des prix à la consommation

Taux de variation sur 12 mois



Indice de référence et autres mesures de l'inflation tendancielle

Taux de variation sur 12 mois



se livrent les détaillants, ainsi que les rabais consentis sur les appels interurbains et les produits informatiques (entraînés par la déréglementation, les progrès techniques et la diminution des coûts des composants importés) ont aussi ralenti l'inflation. Deux facteurs ont agi en sens opposé : les répercussions de la dépréciation passée du dollar canadien sur les prix à la consommation, qui ont été davantage ressenties ces derniers temps, et les attentes voulant qu'à long terme l'inflation s'établisse près du milieu de la fourchette cible.

Ces deux derniers facteurs, conjugués au ralentissement prévu de la chute des prix des produits informatiques et des tarifs des appels interurbains, devraient avoir tendance à faire monter l'inflation au cours des prochains mois. Néanmoins, on s'attend toujours à ce que les capacités de production excédentaires et les ressources inutilisées sur le marché du travail contribuent à maintenir l'inflation mesurée par l'indice de référence dans la moitié inférieure de la fourchette cible.

On s'attend à ce que l'inflation tendancielle s'élève légèrement, mais qu'elle demeure dans la moitié inférieure de la fourchette cible.

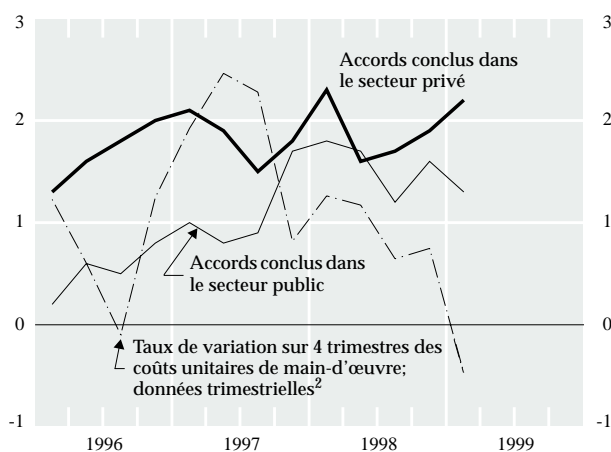
L'absence continue de signes de pressions sur les salaires et les coûts corrobore d'ailleurs ce pronostic. Les salaires ont progressé à un rythme relativement modéré, à peu près comme on s'y attendait. Au cours des quatre premiers mois de 1999, les augmentations annuelles accordées aux employés syndiqués du secteur privé se sont chiffrées en moyenne à 2,3 % comparativement à 1,8 % pour l'ensemble de 1998, tandis que les hausses négociées dans le secteur public se sont établies en moyenne à 1,5 %, soit presque au même niveau que sur toute l'année 1998. Dans l'ensemble, les coûts unitaires de main-d'œuvre ont enregistré une légère baisse, en glissement annuel, au cours du premier trimestre.

Les coûts de main-d'œuvre augmentent à un rythme modeste, et le taux d'inflation attendu à plus long terme demeure voisin du point médian de la fourchette cible.

L'indice de prix en chaîne du PIB, une mesure du niveau des prix des biens et services qui s'appuie sur des pondérations tenant compte des modifications de la composition de la dépense, a augmenté de 0,3 % en glissement annuel au premier trimestre, après avoir affiché un recul les deux trimestres précédents.

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

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

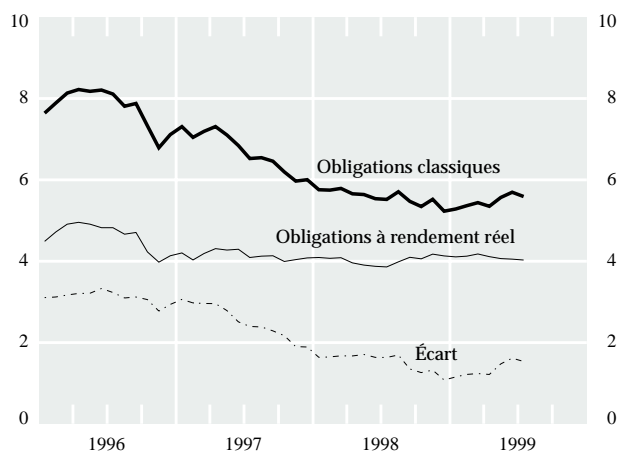
L'évolution de la masse monétaire et du crédit

L'évolution récente des agrégats monétaires au sens étroit conforte l'opinion selon laquelle l'expansion économique sera robuste au cours des prochains trimestres. Leur croissance s'est accélérée depuis le début de l'année, après le fort ralentissement observé à l'automne. Cette accélération est très sensible pour M1+ et M1++, qui sont deux mesures des encaisses de transaction un peu plus larges que M1⁵ puisqu'elles tiennent compte de l'effet de substitution entre les dépôts à vue (compris dans M1) et les dépôts à préavis (qui ne sont pas compris dans M1 bien qu'ils soient devenus plus accessibles pour le règlement de transactions).

L'évolution récente des agrégats monétaires laisse présager la poursuite d'une croissance robuste de la production et le maintien d'un bas taux d'inflation durant les trimestres à venir.

Taux de rendement des obligations à 30 ans du gouvernement

Données mensuelles



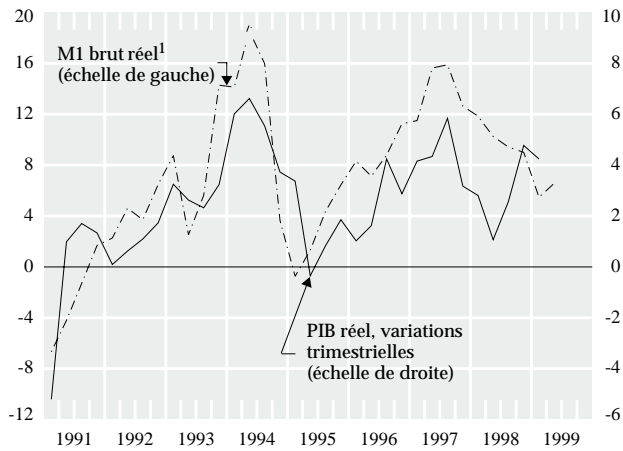
Comme il est mentionné ci-dessus, le taux d'inflation attendu à plus long terme reste, selon les enquêtes récentes des prévisionnistes du secteur privé, au niveau du point médian de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation ou légèrement en dessous. L'écart de taux entre les obligations classiques à long terme et les obligations à rendement réel du gouvernement, qui est une autre mesure du taux d'inflation attendu, s'est quelque peu élargi depuis les creux records enregistrés ces derniers temps, mais il demeure lui aussi au-dessous de 2 %.

Les déplacements de fonds qui se sont produits ces dernières années entre les dépôts d'épargne (à préavis et à terme) et les fonds communs de placement ont rendu difficile l'interprétation de l'évolution de la masse monétaire au sens large comme un indicateur des mouvements à court terme de la dépense nominale et de l'inflation mesurée par l'indice de référence. Plus précisément, à cause du transfert massif de capitaux qui s'est opéré des dépôts vers les fonds communs d'actions et d'obligations, les agrégats comme M2 et M2+ sous-évaluent la croissance des avoirs liquides. M2++, qui tient compte de tels déplacements, est la mesure de la monnaie au sens large que la Banque juge la plus utile. Depuis le début de 1999, cet agrégat a progressé en glissement annuel à un rythme de 7 % environ, ce qui est compatible avec le maintien d'un bas taux d'inflation cette année.

5. Les agrégats M1+ et M1++ sont définis dans la livraison du printemps 1999 de la *Revue de la Banque du Canada*.

Taux de croissance du PIB réel et de M1 brut réel

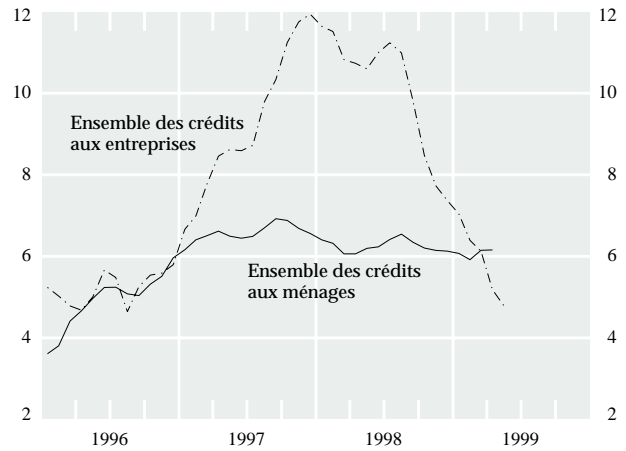
Taux annuels



1. Moyenne mobile sur deux trimestres du taux de croissance de M1 brut (corrige par l'indice des prix à la consommation); chiffres du trimestre précédant le trimestre considéré

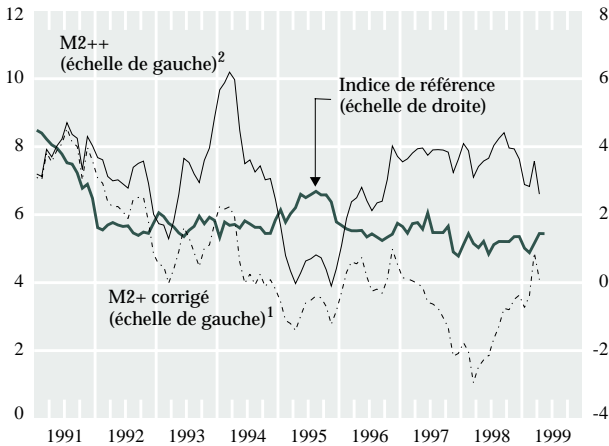
Agrégats du crédit

Taux de variation sur 12 mois



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

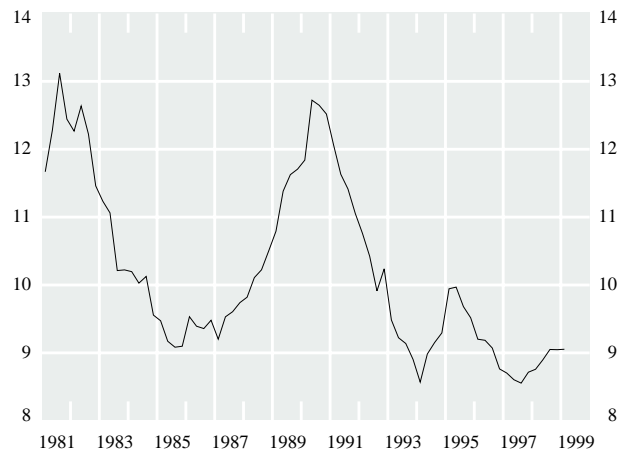
En glissement annuel



1. M2+ corrigé correspond à M2+ majoré des obligations d'épargne du Canada et des fonds communs de placement offerts par certaines institutions financières.
2. M2++ correspond à M2+ majoré des obligations d'épargne du Canada et de tous les fonds communs de placement.

Ratio du service de la dette des particuliers¹

En pourcentage du revenu disponible des particuliers, données trimestrielles



1. Y compris les entreprises individuelles

Compte tenu de l'amélioration de la confiance des consommateurs, et à la faveur du relèvement du niveau d'activité sur le marché du logement, l'ensemble des crédits aux ménages a crû à un rythme vigoureux. Le revenu disponible des particuliers n'ayant que modérément progressé au premier trimestre, le ratio d'endettement de ces derniers a augmenté, et le ratio estimatif des paiements d'intérêts au revenu dispo-

nible (ratio du service de la dette) s'est inscrit en hausse. Celui-ci demeure tout de même nettement en deçà du sommet qu'il avait enregistré au début des années 1990 et au-dessous de la moyenne des 20 dernières années.

La croissance des crédits aux entreprises demeure hésitante, après avoir chuté l'automne dernier en raison de l'intensification de l'incertitude sur la scène

financière mondiale et du resserrement concomitant des conditions d'accès au crédit. À l'heure actuelle, elle est un peu plus faible que ce qui pourrait être considéré comme normal à ce stade-ci du cycle.

Les conditions monétaires et les mesures de politique monétaire

Comme en fait état la livraison de mai 1999 du *Rapport sur la politique monétaire*, le retour au calme sur les marchés financiers mondiaux a permis à la Banque du Canada de tenir le cap sur l'objectif à moyen terme qu'elle s'est fixé en matière de politique monétaire, c'est-à-dire le maintien de la tendance de l'inflation à l'intérieur de la fourchette cible.

Dans ce contexte, la Banque a abaissé le taux officiel d'escompte de 25 points de base à deux reprises depuis le début de l'année (le 31 mars et le 4 mai), le ramenant ainsi à 4 3/4 %. La première de ces réductions, conjuguée aux trois autres opérées en septembre, octobre et novembre de l'an dernier, a annulé complètement la hausse d'un point de pourcentage que l'agitation des marchés financiers avait provoquée en août dernier. La baisse la plus récente visait à favoriser la poursuite de l'expansion économique et le maintien de la tendance de l'inflation, qui se situait alors près de la limite inférieure de la fourchette cible, bien à l'intérieur de cette fourchette au cours de la prochaine année.

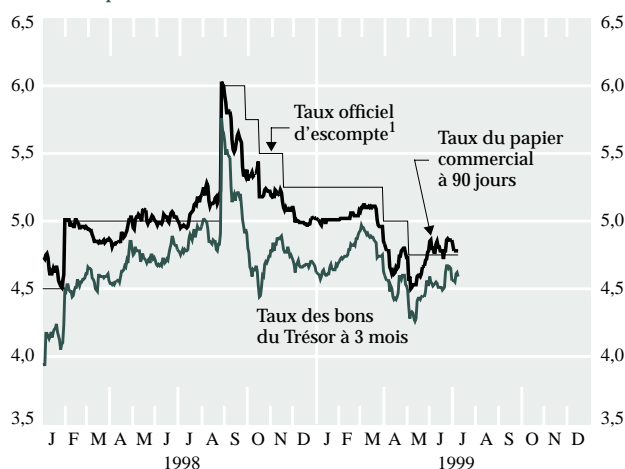
Les taux d'intérêt canadiens sont encore une fois inférieurs à leurs pendants américains sur toute la gamme des échéances.

Les taux à court terme du marché monétaire canadien, qui avaient augmenté après que la Réserve fédérale eut annoncé, à la mi-mai, qu'elle penchait en faveur d'un resserrement de la politique monétaire aux États-Unis, ont diminué dans la foulée de la décision de ces mêmes autorités de reprendre, à leur réunion de juin, une position neutre. Les taux du papier commercial à 90 jours sont plus bas qu'au début de l'année et ils sont redevenus sensiblement inférieurs à leurs pendants américains. Les rendements des obligations canadiennes, qui avaient touché à la fin de l'année des creux historiques, ont remonté. Ils ont toutefois moins progressé que ceux des obligations américaines, les risques d'inflation étant perçus comme plus élevés dans ce pays qu'au Canada. Par conséquent, l'écart entre les rendements des obligations à 30 ans des gouvernements canadien et américain est lui aussi redevenu négatif; il est actuellement de 40 points de base.

Le dollar canadien s'est beaucoup raffermi depuis le début de l'année, grâce à la vigueur générale de la

Taux du papier commercial à 90 jours, taux des bons du Trésor à 3 mois et taux officiel d'escompte

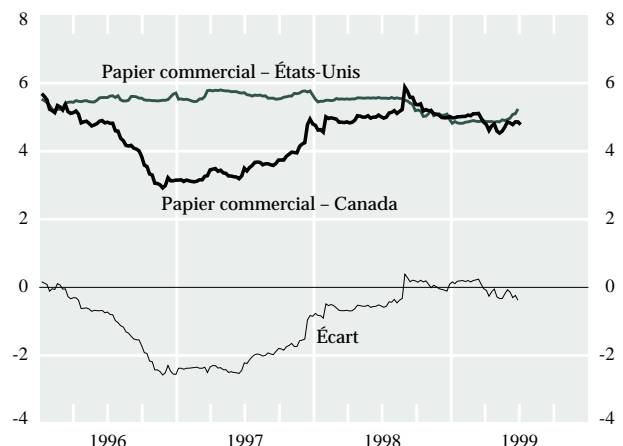
Données quotidiennes



1. Depuis février 1996, le taux officiel d'escompte correspond à la limite supérieure de la fourchette opérationnelle pour le taux du financement à un jour.

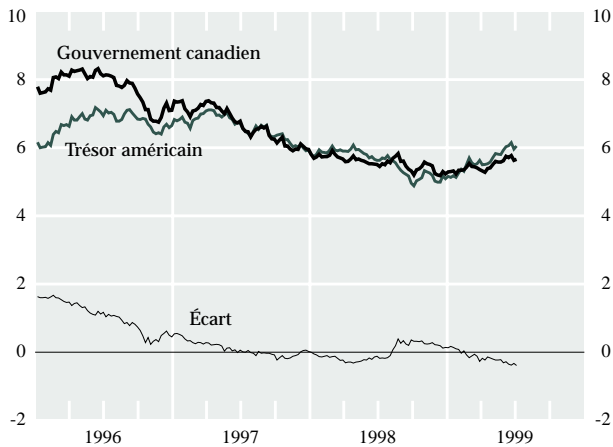
Taux d'intérêt à 90 jours — Canada et États-Unis

Données des mercredis



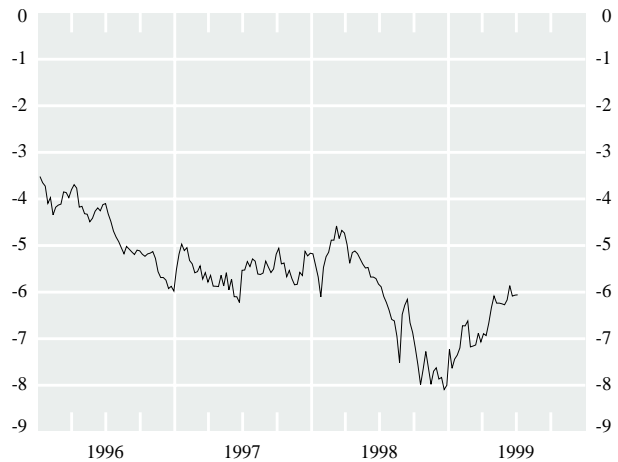
Rendements des obligations d'État à 30 ans — Canada et États-Unis

Données des mercredis



Indice des conditions monétaires

Données des mercredis, janvier 1987 = 0

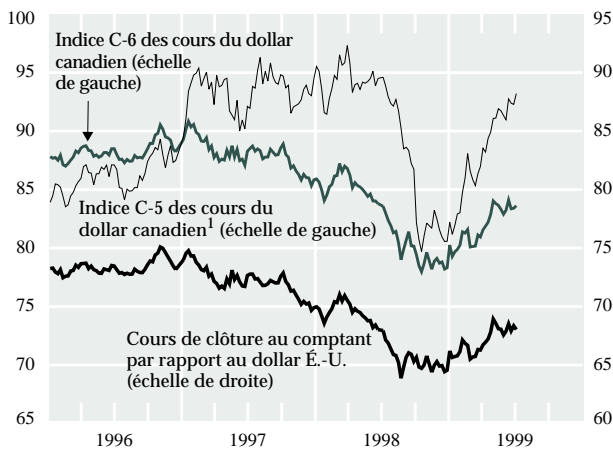


On obtient cet indice en additionnant la variation du taux du papier commercial à 90 jours depuis janvier 1987 et le tiers de la variation, établie en pourcentage, du cours effectif du dollar canadien par rapport aux monnaies composant l'indice C-6 également depuis janvier 1987.

Taux de change du dollar canadien

1992 = 100, données des mercredis

En cents É.-U.



1. L'indice C-5, quant à lui, exclut le dollar É.-U.

canadien et du dollar américain ont tous deux augmenté sensiblement par rapport aux autres devises, et surtout par rapport à l'euro, en raison principalement de la force relative de l'économie nord-américaine.

Le dollar canadien s'est raffermi.

Le raffermissement du cours effectif du dollar canadien a donné lieu à un resserrement des conditions monétaires depuis le début de l'année, et ce en dépit du repli des taux d'intérêt à court terme.

Dans le sillage des réductions du taux officiel d'escompte qui ont été opérées depuis le début de l'année, les banques ont abaissé leur taux préférentiel à deux reprises, soit de 50 points de base au total, pour le ramener à 6 1/4 %. En revanche, les rendements des obligations ayant augmenté, le taux des prêts hypothécaires à un an a subi une hausse de 50 points de base, ce qui le porte à 6,70 %, tandis que le taux à cinq ans a été relevé de 90 points de base et se situe maintenant à 7,50 %.

demande intérieure et à une embellie des perspectives concernant les cours des matières premières. Il s'est apprécié globalement de quelque 3,5 % par rapport au dollar américain. Selon une moyenne pondérée en fonction des échanges commerciaux, il a gagné environ 5,5 % vis-à-vis des six grandes monnaies. Cette hausse s'explique par le fait que les cours du dollar