

BANQUE DU CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

– avril 2002 –

La pièce d'or de 200 \$ reproduite en couverture est l'œuvre de l'artiste John Mantha. Émise en 1995, elle illustre la fabrication du sirop d'érable, une tradition typiquement canadienne. Ce sont les peuples autochtones qui ont enseigné aux premiers colons à recueillir la sève de l'érable à sucre puis à la faire bouillir pour la transformer en sirop et en sucre. La partie de sucre est vite devenue un rituel du printemps au Canada et, encore aujourd'hui, l'érablière familiale traditionnelle est au cœur de cette industrie agricole si particulière.

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

4911
CN ISSN 1201-8783

BANQUE DU CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— avril 2002 —

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

Le Canada a accompli d'importants progrès sur le plan économique au cours de la dernière décennie. Notre politique monétaire bénéficie maintenant d'un solide point d'ancrage, et les attentes en matière d'inflation sont fermement arrimées. La cible d'inflation et le régime de changes flottants se conjuguent bien dans la pratique et même se renforcent mutuellement. L'approche que nous avons adoptée a donné des résultats extraordinaires [...] et nous nous attendons à ce qu'elle demeure la pierre d'assise de notre prospérité future.

David Dodge

*Gouverneur, Banque du Canada
20 février 2002*

TABLE DES MATIÈRES

1. Introduction	5
2. L'évolution récente de l'inflation	6
L'inflation et la fourchette cible	6
Les facteurs qui influent sur l'inflation	8
3. L'évolution financière	14
Les mesures de politique monétaire	14
Le taux de change et les conditions monétaires	15
Les autres aspects de l'évolution financière	18
4. Les perspectives en matière d'inflation	20
La conjoncture internationale	20
La demande et l'offre globales au Canada ..	22
La mesure des attentes relatives à l'inflation	23
Les autres facteurs qui influent sur l'inflation	24
L'incidence de la croissance de la masse monétaire sur l'inflation	25
Les prévisions relatives à l'inflation	26
5. Conclusions	28
Bibliographie	29
Notes techniques	
1. Le cycle économique actuel au Canada	11
2. La volatilité des taux d'intérêt à long terme et les attentes d'inflation	16
3. Le cycle économique actuel aux États-Unis	21

LA STRATÉGIE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION AU CANADA

La maîtrise de l'inflation et l'économie

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

L'outil de la politique monétaire

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

La cible

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada ont annoncé conjointement l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener le taux d'augmentation de l'IPC global au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. Cette fourchette cible de maîtrise de l'inflation a été reconduite à quelques reprises, la dernière fois en mai 2001, lorsqu'il a été décidé d'en prolonger l'application jusqu'à la fin de 2006. La politique monétaire continuera donc d'être axée sur le maintien du taux d'inflation à 2 %, soit le point médian de la fourchette, afin de maximiser la probabilité que l'inflation demeure à l'intérieur de celle-ci et d'accroître la prévisibilité de l'inflation à long terme (Crawford, 2001).

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque se concentre sur un indice qui mesure l'inflation fondamentale — appelé *indice de référence* — en excluant les huit composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Cet indice est généralement un meilleur indicateur des mouvements futurs de l'IPC global que ne le sont les variations passées de l'IPC (Macklem, 2001).

1. INTRODUCTION

Lors de la parution du *Rapport sur la politique monétaire* de novembre dernier, deux sujets dominaient l'analyse : le ralentissement économique mondial et les conséquences des attentats terroristes de septembre. Dans la *Mise à jour* de janvier 2002, la Banque faisait état de la tournure favorable du climat géopolitique et du redressement de la confiance des ménages. Elle estimait alors plus probable que l'activité économique au Canada connaisse une progression modeste au premier semestre, puis s'accélère vivement à mesure que l'année avancerait. Le risque que la morosité persiste tout au long de 2002 était contrebalancé par la possibilité d'une croissance robuste dès les premiers mois de l'année si les niveaux de confiance se rétablissaient rapidement.

Selon les données les plus récentes, la reprise de l'économie canadienne s'est amorcée plus tôt et a été considérablement plus vigoureuse qu'on ne s'y attendait en janvier. Avec le retour rapide de la confiance, la stimulation fournie par les mesures monétaires et budgétaires mises en œuvre a donné lieu à une forte progression des dépenses de consommation et des mises en chantier de logements. Les exportations canadiennes ont également été plus dynamiques que ce qui avait été projeté, grâce à une expansion plus vive que prévu aux États-Unis. Pour satisfaire à la croissance des ventes finales au quatrième trimestre de l'an dernier, les entreprises ont grandement puisé dans leurs stocks, ce qui contribue à la relance de la production en ces premiers mois de 2002.

Le raffermissement de la demande globale au quatrième trimestre de 2001 et au premier trimestre de cette année ayant été plus marqué que prévu, les niveaux d'activité sont aussi plus élevés qu'on ne l'avait escompté; l'économie disposerait donc d'une marge de capacités inutilisées inférieure aux attentes. En outre, durant les premiers mois de 2002, l'inflation mesurée par l'indice de référence était un peu supérieure au niveau auquel on croyait qu'elle allait s'établir.

Bien qu'une forte reprise économique semble être en cours, certaines incertitudes pèsent encore sur les perspectives — tout particulièrement en ce qui a trait à la rapidité et à l'ampleur de la remontée des investissements fixes des entreprises et aux répercussions possibles de l'évolution de la situation politique au Proche-Orient sur les prix du pétrole et sur l'économie mondiale.

Le défi que les autorités monétaires doivent relever d'ici la fin de cette année et en 2003 est d'aider l'économie à atteindre à nouveau son plein potentiel, et à s'y maintenir, en veillant à ce que la cible de maîtrise de l'inflation de 2 % soit réalisée. Pour ce faire, il faudra réduire, en temps opportun et avec mesure, la forte détente monétaire en place à l'heure actuelle.

Les données que renferme le présent rapport ont été arrêtées à la date d'annonce préétablie du 16 avril 2002.

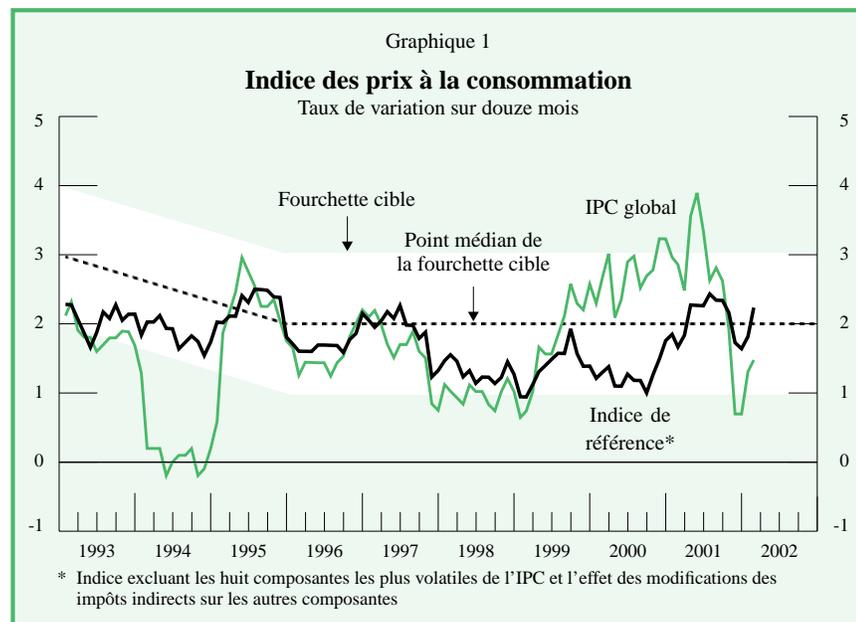
2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

Depuis l'automne, l'inflation mesurée par l'indice de référence a avoisiné en moyenne 2 %, soit le point médian de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 % visée par la Banque. Pour sa part, le taux d'accroissement de l'IPC global a fortement chuté pour se chiffrer à moins de 2 %, en raison du repli marqué des cours mondiaux de l'énergie durant la dernière année.

L'inflation et la fourchette cible

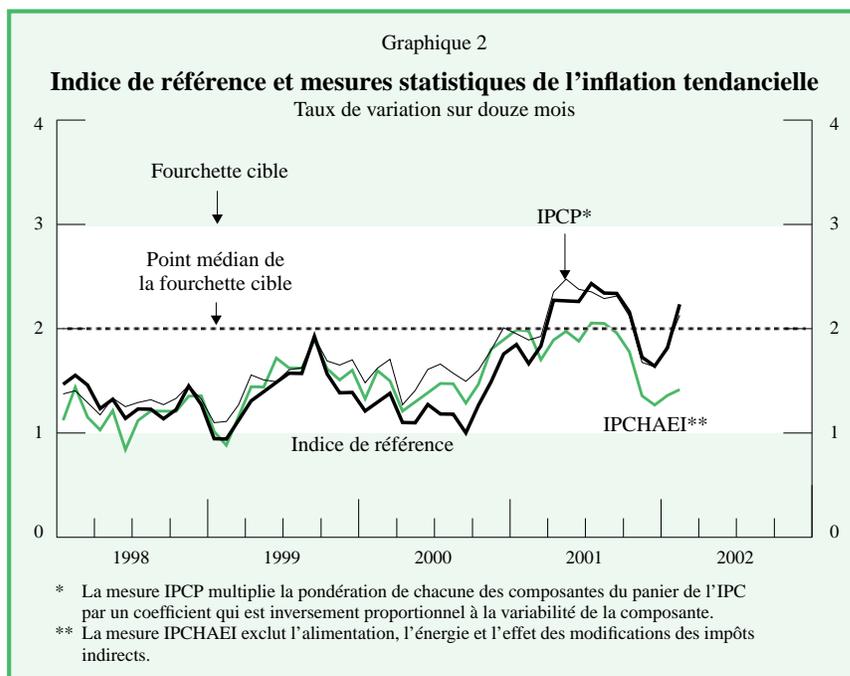
Depuis l'automne, l'inflation mesurée par l'indice de référence avoisine en moyenne 2 %, le point médian de la fourchette cible de la Banque...

Après avoir oscillé autour de 2,3 % du printemps à l'automne 2001, l'inflation mesurée par l'indice de référence a fléchi pour s'établir aux environs de 1,7 %, en moyenne, de novembre à janvier, avant de remonter à 2,2 % en février (Graphique 1)¹. Les autres mesures de l'inflation tendancielle se sont situées à un niveau inférieur ou égal à l'inflation mesurée par l'indice de référence (Graphique 2).



Le niveau atteint en février par le taux d'accroissement de l'indice de référence (2,2 %) a été un peu supérieur aux prévisions. C'est qu'il résulte, en partie, de hausses de prix saisonnières qui se sont produites avant l'heure (et qui ont concerné notamment les vêtements et les chaussures ainsi que certains services liés aux

1. L'indice de référence que la Banque utilise depuis mai 2001 exclut les huit composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Les huit composantes exclues sont les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, le transport interurbain, les produits du tabac et les intérêts sur les prêts hypothécaires.



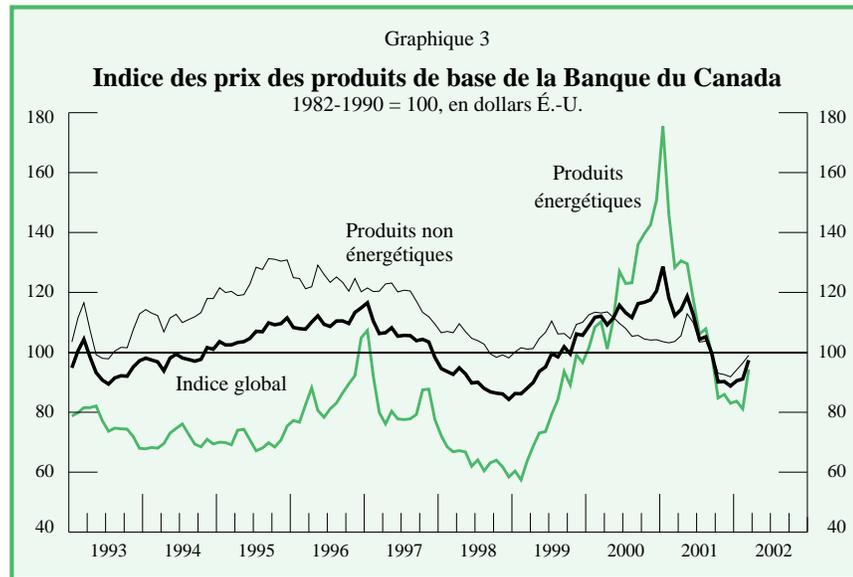
voyages); les effets de celles-ci devraient donc bientôt s'inverser². L'effet sur les prix des aliments de la dépréciation subie par le dollar canadien ces deux dernières années est un autre facteur. Comme les estimations font encore état de la présence d'une offre excédentaire modeste au sein de l'économie, la Banque s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence recule dans les mois qui viennent et s'inscrive juste au-dessous de 2 %.

Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global a fortement diminué, passant de 2,6 % en septembre à 1,5 % en février, en raison principalement de la baisse prononcée des cours du pétrole et du gaz naturel par rapport à leur niveau élevé d'il y a un an.

Les prix des produits de base non énergétiques, qui avaient considérablement fléchi au second semestre de 2001 sous l'effet d'un affaiblissement de la demande mondiale, ont commencé à se redresser (Graphique 3). Le dynamisme de la demande a contribué à une hausse substantielle des prix du bois d'œuvre et du bétail, tandis que ceux des métaux communs ont augmenté à la faveur

... et le taux d'accroissement de l'IPC global a fortement chuté.

2. La hausse temporaire de l'inflation mesurée par l'indice de référence en février s'explique aussi par un autre facteur, prévisible lui, qui est le niveau inhabituellement bas affiché par les prix de l'électricité il y a un an. Le programme de crédit spécial que le gouvernement de la Colombie-Britannique avait instauré à titre temporaire, au bénéfice des consommateurs d'électricité de cette province, avait en effet engendré une baisse des prix de ce bien en février et en mars 2001.



des réductions de la production et des signes de raffermissement de la demande mondiale³.

Les facteurs qui influent sur l'inflation

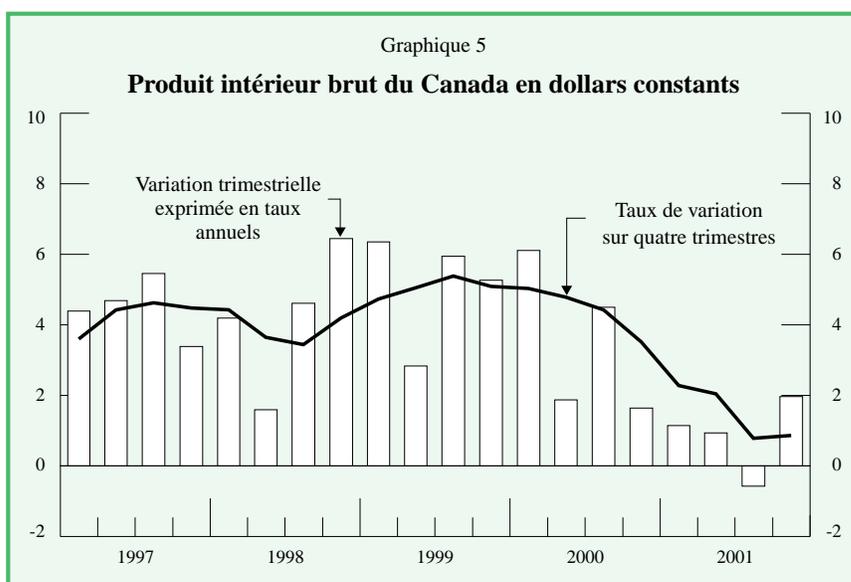
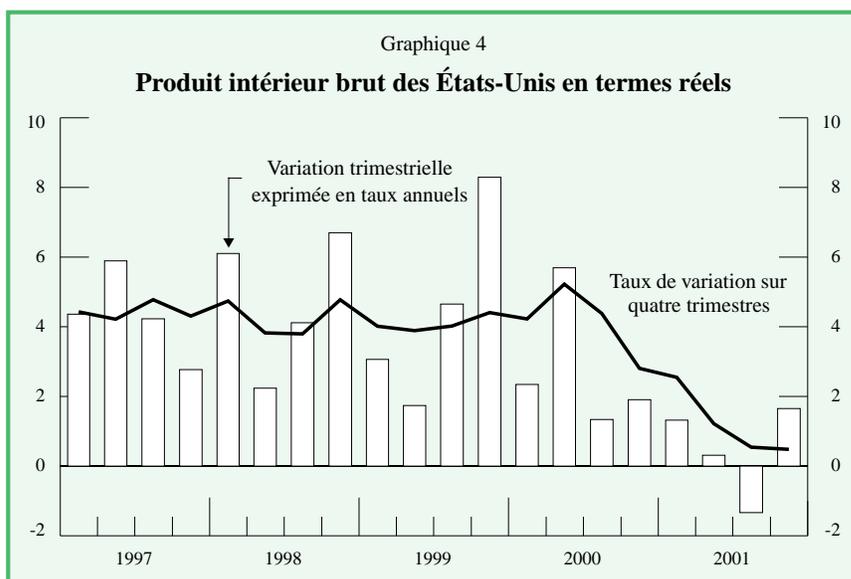
La demande globale

La reprise économique est bien engagée, aux États-Unis comme au Canada.

Au dernier trimestre de 2001 et au premier de 2002, l'expansion de l'économie canadienne a été beaucoup plus vigoureuse qu'on ne s'y attendait dans le *Rapport* de novembre. Par conséquent, l'écart de production estimé par la Banque pour le premier trimestre de cette année est inférieur à ce qui avait été prévu.

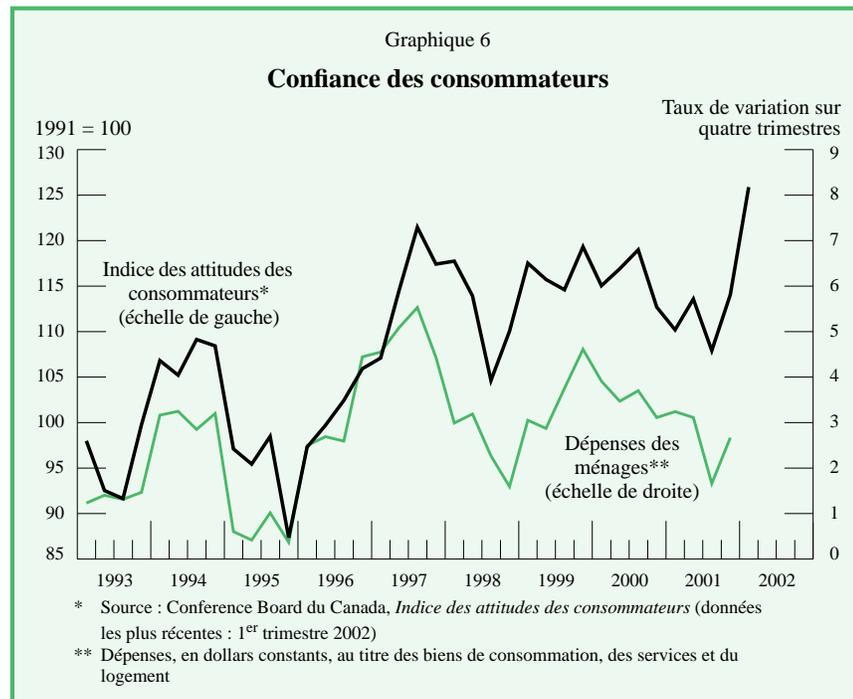
Après s'être contractée au troisième trimestre de 2001, l'activité économique aux États-Unis s'est redressée au trimestre suivant (Graphique 4). Vers la fin de l'année dernière, les dépenses des ménages américains ont nettement progressé à la faveur du bas niveau des taux d'intérêt, de généreux incitatifs à l'achat de véhicules automobiles et du regain de confiance des consommateurs. Parallèlement, les dépenses publiques se sont vivement accrues, sous l'impulsion du rythme accéléré des dépenses militaires. Ces hausses ont été contrebalancées en partie par une nouvelle diminution des investissements des entreprises et la poursuite des efforts que celles-ci déployaient en vue d'écouler rapidement leurs stocks.

3. Les prix du bois d'œuvre ont également été poussés à la hausse par les baisses de production découlant de l'imposition d'un droit compensatoire sur les exportations de bois d'œuvre résineux vers les États-Unis.



Le PIB réel du Canada, qui avait légèrement fléchi au troisième trimestre de 2001, a crû de 2 % en rythme annuel au quatrième trimestre, ce qui contraste fortement avec la croissance nulle projetée dans le *Rapport* de novembre 2001 et la *Mise à jour* de janvier 2002 (Graphique 5). L'important assouplissement monétaire qui a été opéré et les mesures récentes du gouvernement visant à améliorer la sécurité nationale ont contribué à rétablir la confiance des consommateurs et à faire grimper les dépenses des ménages au titre des biens et services et de logements neufs depuis les événements tragiques de septembre (Graphique 6). La hausse marquée des revenus réels, partiellement attribuable aux réductions passées des

La dépense des ménages s'est considérablement raffermie au Canada depuis l'automne dernier...



... et, de plus, la récente correction des stocks et la reprise de la croissance des exportations présagent une poursuite de l'expansion économique.

L'économie canadienne se trouvait en situation d'offre excédentaire au tournant de 2002...

taux d'imposition, et les incitatifs financiers spéciaux à l'achat de véhicules automobiles ont également eu pour effet de stimuler la consommation des ménages.

Par ailleurs, la forte correction des stocks qui a eu lieu au quatrième trimestre, conjuguée au récent rétablissement de la croissance des exportations en volume dû au redémarrage de l'économie américaine, donne à penser que la reprise est bien engagée (Note technique 1). Si l'on ajoute à cela les gains solides enregistrés au chapitre de l'emploi au premier trimestre de 2002, il est permis de supposer que la croissance du PIB réel canadien au premier trimestre avoisinera les 4 1/2 %, et sera donc beaucoup plus élevée qu'on ne s'y attendait dans la *Mise à jour* de janvier.

Les pressions estimatives sur la capacité de l'économie

La plupart des indicateurs confirment que l'économie canadienne s'est retrouvée en situation d'offre excédentaire pendant l'année 2001. Le net ralentissement qu'a connu la croissance du PIB réel l'an dernier s'est traduit par une hausse du taux de chômage et une diminution substantielle de la durée de la semaine de travail. La mesure du taux d'utilisation des capacités dans le secteur de la production de biens non agricoles que publie Statistique Canada a été très inférieure, au quatrième trimestre de 2001, aux niveaux normaux. Ce relâchement des pressions sur la capacité de l'économie, dont celles que provoquaient les pénuries de main-d'œuvre, est corroboré par la dernière enquête que la Banque a menée auprès d'entreprises canadiennes.

Note technique 1

Le cycle économique actuel au Canada

Les compressions des investissements en capital fixe et en stocks des entreprises ont joué un rôle non négligeable dans le ralentissement récent de l'économie canadienne. L'évolution attendue de ces deux catégories de dépenses devrait contribuer de façon importante à la relance de l'économie à brève échéance.

Durant la période de rapide expansion qui a suivi la crise asiatique et précédé le récent ralentissement, la demande finale de produits canadiens a connu une forte progression, tant au pays qu'à l'étranger. Cette demande a été satisfaite par une hausse sensible de la production intérieure et des importations. Les entreprises ont alors investi massivement en immobilisations, mais ont laissé leurs stocks diminuer par rapport aux ventes.

La décélération de la croissance de l'économie canadienne, depuis le troisième trimestre de 2000, tient en grande partie au tassement marqué de la progression de la demande aux États-Unis, ce qui témoigne des liens commerciaux étroits qui unissent les deux pays. Les capacités excédentaires et le niveau des stocks par rapport aux ventes s'étant en conséquence accrus, les entreprises ont subséquemment restreint leurs investissements en stocks et en capital fixe (en particulier en machines et matériel). Non seulement le rythme d'expansion de la production s'est ralenti au Canada durant cette période, mais la demande canadienne de produits étrangers s'est nettement repliée.

Bien qu'ayant considérablement freiné l'avance de l'économie canadienne vers la fin de 2001, les compressions des dépenses des entreprises ont néanmoins préparé le terrain à une expansion robuste. À la faveur de la reprise récente de la demande américaine de produits canadiens et de la forte augmentation des dépenses des ménages au Canada, les déséquilibres des stocks se corrigent rapidement. On s'attend donc à ce que les entreprises réduisent leurs stocks moins fortement au premier semestre de 2002, ce qui, en soi, stimulera de façon appréciable la production à court terme. Il est probable, en outre, qu'elles ralentissent le rythme auquel elles contractent leurs investissements au premier semestre, dans la perspective notamment de voir les capacités excédentaires commencer à se résorber. Par conséquent, la baisse des dépenses en capital devrait exercer une ponction moindre sur la croissance de l'économie canadienne durant cette période qu'au dernier trimestre de 2001.

Contribution de diverses composantes à la croissance du PIB réel au Canada (en points de pourcentage)

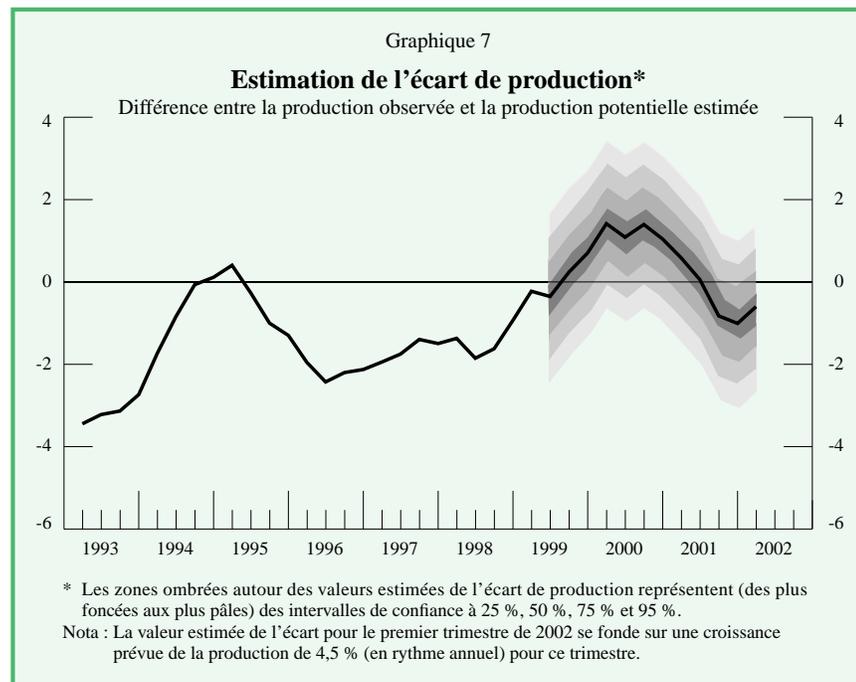
Composante ^a	Moyenne 1998T3– 2000T3	Moyenne 2000T4– 2001T3	2001T4	Moyenne 2000T4– 2001T4	2002T1 (chiffres estimatifs)
Consommation	2,0	0,8	2,4	1,2	2,3
Logement	0,2	0,2	0,9	0,3	1,0
Investissements fixes des entreprises	0,9	0,2	-3,3	-0,5	-1,2
Dépenses publiques	0,6	0,6	0,7	0,6	1,0
Exportations	3,7	-2,4	-0,8	-2,2	3,3
Importations	-2,7	2,7	6,0	3,4	-2,5
Investissements en stocks	0,2	-1,3	-3,8	-1,8	0,6
Taux de croissance du PIB réel	4,9	0,8	2,0	1,0	4,5

a. Les chiffres présentés au tableau correspondent à la contribution (en points de pourcentage) de chaque composante au taux de croissance du PIB réel pour la période précisée dans l'en-tête de la colonne. Abstraction faite des erreurs d'arrondi, la somme des valeurs d'une colonne équivaut au taux de croissance indiqué au bas de celle-ci. Il est à noter qu'une augmentation des importations représente une contribution négative à la croissance globale.

En se fondant sur ses mesures économétriques habituelles de la production potentielle et de l'écart de production, la Banque estime actuellement que la marge de capacités inutilisées s'est accrue au quatrième trimestre de 2001 pour représenter environ 1 % de la production potentielle⁴. La Banque est d'avis, sur la foi de tous les indicateurs disponibles, que l'offre excédentaire qui subsistait au sein de l'économie au début de l'année était légèrement supérieure à ce que ses mesures habituelles laissent entrevoir.

... mais la marge de capacités inutilisées a commencé à se résorber.

La marge de capacités inutilisées a dû se rétrécir un peu au premier trimestre de 2002, le rythme d'expansion de l'économie dépassant à présent celui de la production potentielle d'après les estimations (Graphique 7). Cela tranche avec les projections antérieures selon lesquelles l'offre excédentaire augmenterait encore au premier semestre de 2002.



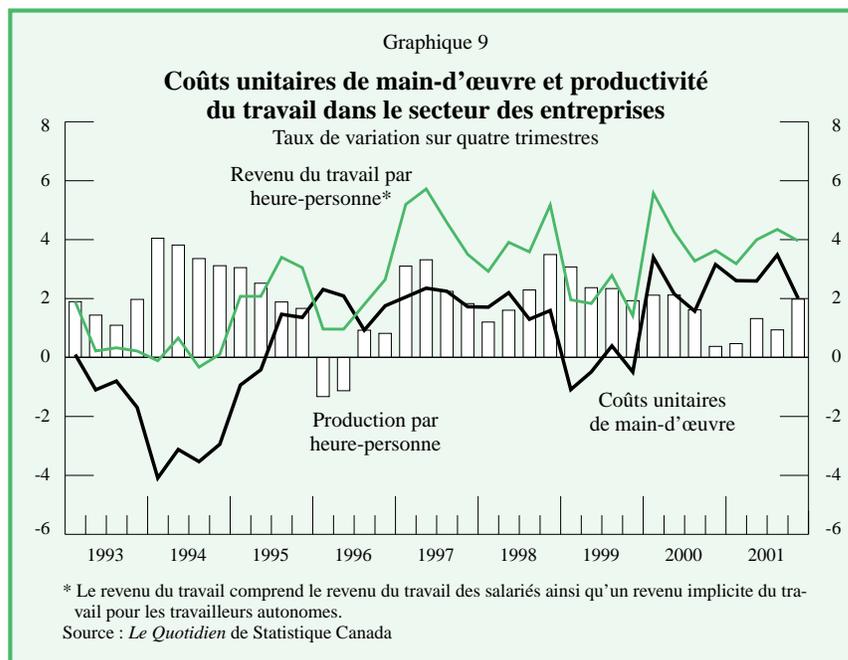
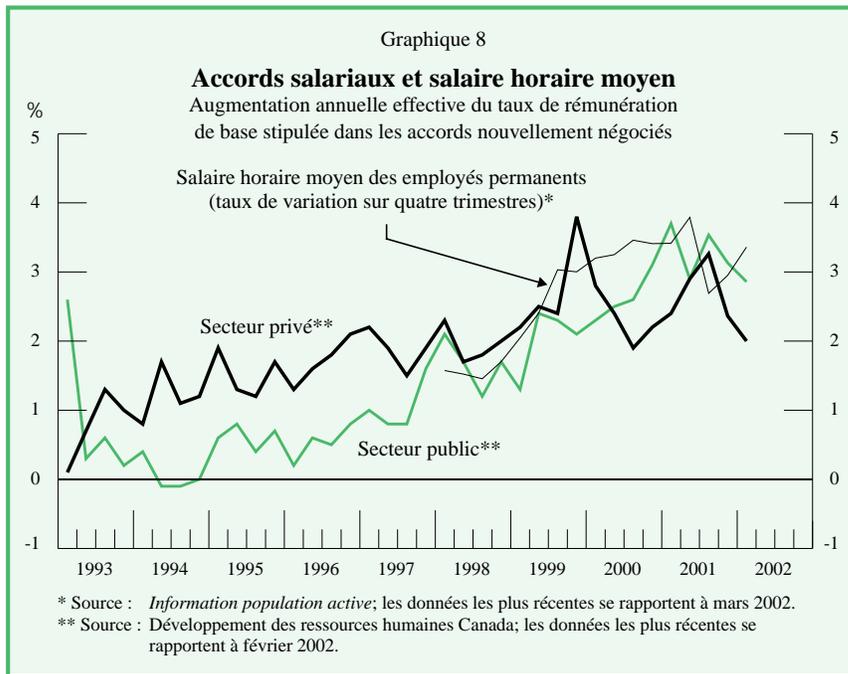
La maîtrise des coûts

La hausse de la productivité du travail et celle des coûts unitaires de main-d'œuvre s'établissaient à 2 % à la fin de 2001.

Le taux d'accroissement sous-jacent de la rémunération moyenne s'est inscrit récemment dans une plage variant entre 3,5 et 4 %, si l'on se base sur l'évolution des gains horaires moyens des employés permanents et de la rémunération du travail par heure-personne dans le secteur des entreprises (Graphiques 8 et 9). En glissement annuel, la croissance de la productivité du travail s'est accélérée dans ce secteur pour atteindre 2 % au quatrième

4. Ce genre d'estimations est toujours entouré d'une grande marge d'incertitude, comme en témoignent les intervalles de confiance illustrés au Graphique 7.

trimestre de 2001, par suite de l'ajustement marqué du nombre d'heures travaillées au ralentissement de l'activité. En conséquence, l'accroissement des coûts unitaires de main-d'œuvre dans les entreprises se chiffrait, en glissement annuel, à 2 % à la fin de 2001 (Graphique 9). On prévoit que la progression, sur quatre trimestres, de la productivité du travail demeurera aux alentours de 2 % pour les trois premiers mois de 2002.



3. L'ÉVOLUTION FINANCIÈRE

Les mesures de politique monétaire

Modifications du taux cible du financement à un jour depuis la parution du *Rapport* de novembre :

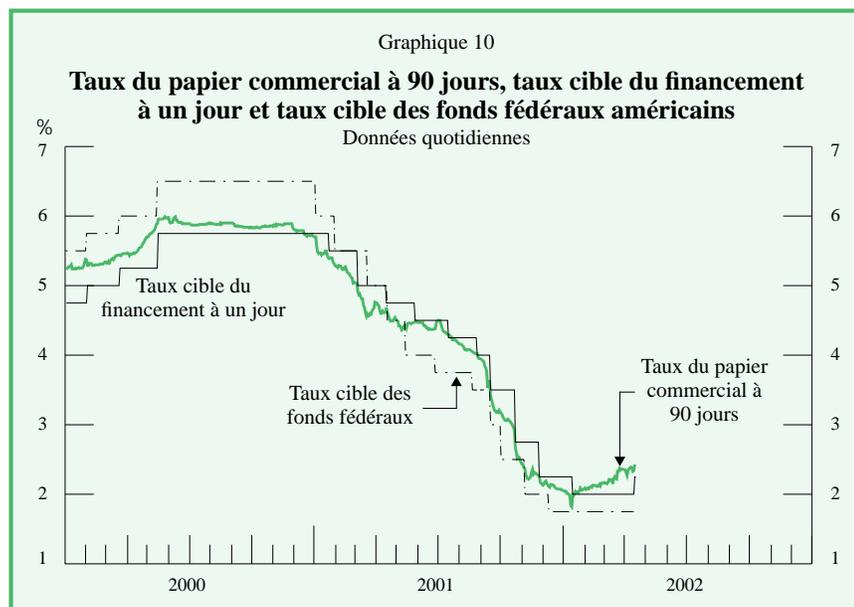
27 novembre — réduction de 50 points de base; taux ramené à 2,25 %

15 janvier — réduction de 25 points de base; taux ramené à 2,00 %

5 mars — aucune modification

16 avril — hausse de 25 points de base; taux porté à 2,25 %

La Banque du Canada a abaissé le taux cible du financement à un jour de 50 points de base le 27 novembre 2001 et de 25 points de base le 15 janvier 2002, ce qui a porté à 375 points de base la réduction totale de ce taux depuis janvier 2001 (Graphique 10). Ces mesures de politique monétaire ont été prises en réaction à la faiblesse observée et attendue de l'activité intérieure et aux pressions à la baisse qui s'exerçaient en conséquence sur l'inflation future.



Le 5 mars, la Banque a maintenu le taux cible du financement à un jour à 2,0 %, une décision qui cadrerait avec la publication de données faisant état d'une amélioration des conditions économiques au Canada.

Le 16 avril, à la lumière de renseignements indiquant qu'une reprise solide de l'activité s'était amorcée, la Banque a porté le taux cible du financement à un jour à 2,25 %, atténuant ainsi de façon modeste le degré de détente monétaire en place dans l'économie.

Ces décisions avaient été anticipées dans une large mesure par les marchés financiers.

Aux États-Unis, la Réserve fédérale a amputé le taux cible des fonds fédéraux de 50 points de base le 6 novembre 2001 et de 25 points de base le 11 décembre 2001. Ce dernier a ainsi perdu, au total, 475 points de base entre janvier et décembre 2001. Le 30 janvier et le 19 mars 2002, les autorités monétaires américaines ont décidé de le laisser inchangé, à 1,75 %. À sa réunion du 19 mars,

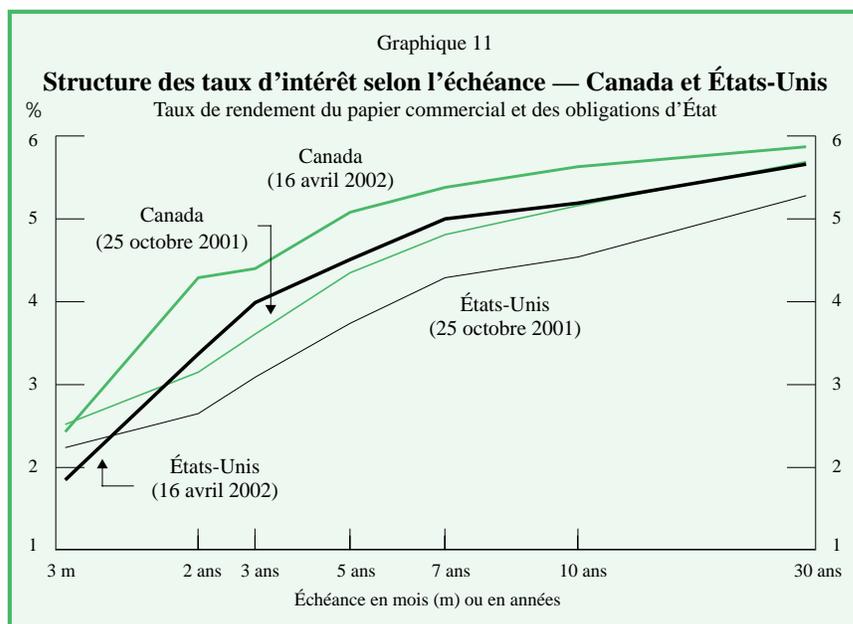
Les marchés financiers ont anticipé, dans une large mesure, les récentes décisions de politique monétaire.

la Réserve fédérale a aussi modifié son évaluation des risques qui pèsent sur les perspectives en matière de stabilité des prix et de croissance économique durable, déclarant que ceux-ci se contrebalançaient maintenant.

Les courbes de rendement au Canada et aux États-Unis se sont relevées par rapport à octobre dernier (Graphique 11). Vu le raffermissement de l'activité, les niveaux actuels des contrats à terme indiquent que les opérateurs s'attendent à ce que la Réserve fédérale et la Banque du Canada augmentent leurs taux cibles respectifs dans les mois à venir. Comme le taux à long terme reflète la moyenne des taux à court terme anticipés, la pente actuelle de la courbe de rendement, caractérisée par des taux courts bien inférieurs aux taux longs, intègre également les attentes d'une majoration des taux à court terme. Les modifications de la pente de la courbe de rendement depuis 1999 s'expliquent surtout par les mouvements de hausse et de baisse des taux courts, les taux longs ayant été beaucoup plus stables que par le passé, du fait surtout que les attentes d'inflation sont maintenant solidement ancrées (Note technique 2).

Ces marchés incorporent maintenant à leurs prix une montée des taux d'intérêt à court terme.

Les taux longs ont été relativement stables, du fait que les attentes d'inflation sont maintenant solidement ancrées.



Le taux de change et les conditions monétaires

Selon une moyenne pondérée en fonction des échanges commerciaux, le cours du dollar canadien n'a guère varié depuis novembre dernier. Vers la fin décembre et en janvier, notre monnaie s'est repliée par rapport au dollar É.-U., et elle a été assez

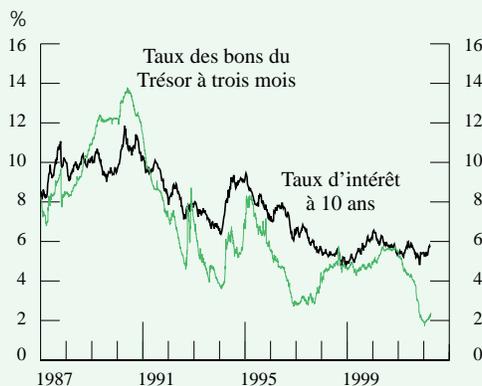
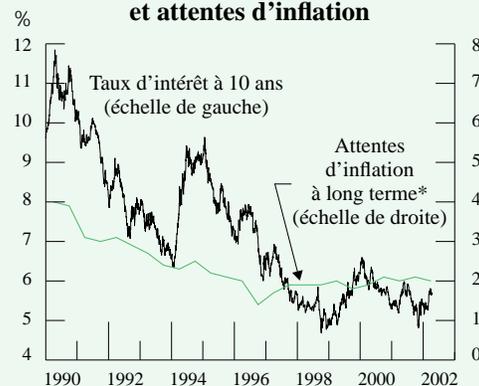
Note technique 2

La volatilité des taux d'intérêt à long terme et les attentes d'inflation

Ces dernières années, les taux d'intérêt des titres d'État à long terme au Canada ont relativement peu réagi aux variations des taux à court terme. Malgré les modifications substantielles apportées au taux cible du financement à un jour depuis le milieu de l'année 1997, les taux d'intérêt à long terme ont été assez stables, demeurant à l'intérieur d'une plage d'environ deux points de pourcentage. Cela contraste fortement avec la situation qui existait au début des années 1990, où le lien entre les taux à court terme et à long terme était plus étroit.

La baisse de la volatilité des taux à long terme peut s'expliquer en partie par la stabilité des attentes d'inflation à long terme¹. Si l'on compare les taux d'inflation prévus à long terme au cours des dernières années à ceux de la première moitié des années 1990, on observe qu'ils sont aujourd'hui beaucoup plus stables. Les attentes d'inflation à long terme se sont ajustées graduellement au régime de cibles d'inflation adopté en février 1991. Elles sont maintenant bien ancrées au taux visé de 2 %, ce qui reflète en partie la crédibilité de l'engagement de la Banque du Canada à maintenir un taux d'inflation bas, stable et prévisible.

D'un point de vue macroéconomique, la diminution de la volatilité des taux d'intérêt à long terme au Canada comporte de nombreux avantages². Elle réduit l'incertitude, simplifie la planification financière à long terme et favorise les investissements des ménages et des entreprises.

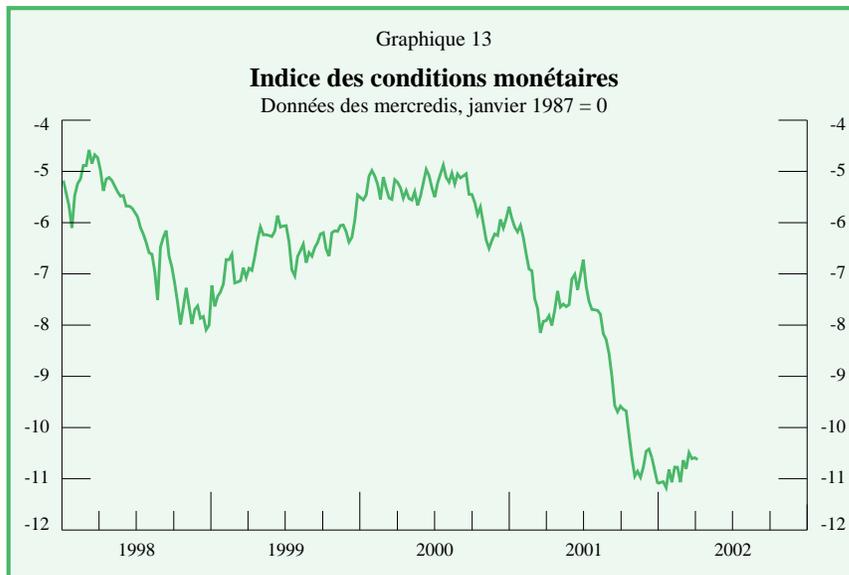
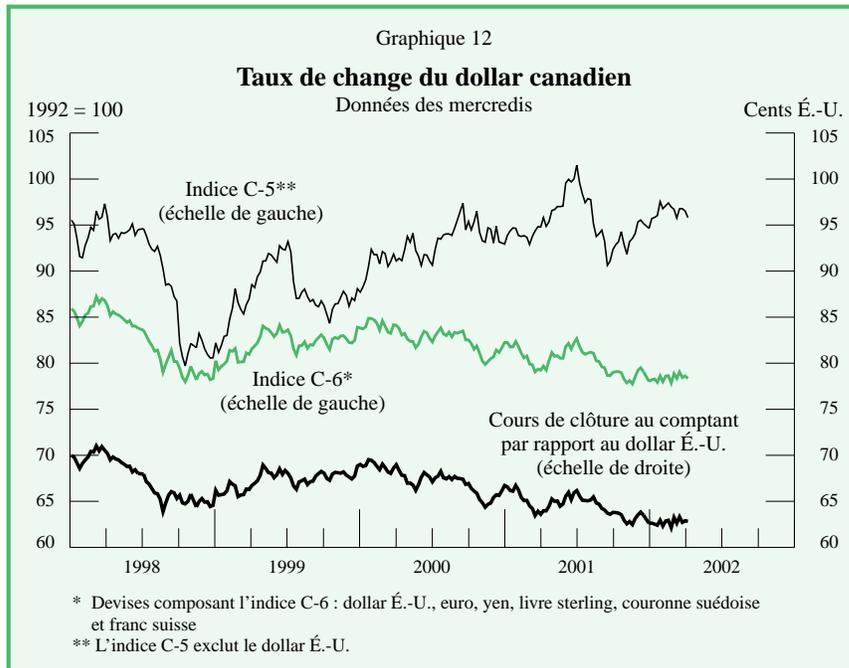
Taux d'intérêt à court et long terme**Taux d'intérêt à long terme et attentes d'inflation**

* Source : Consensus Economics Inc.

1. L'amélioration de la situation budgétaire du Canada a également contribué à la stabilité des taux d'intérêt à long terme.
2. On trouvera des précisions à ce sujet dans l'article de Stuber (2001).

stable depuis. Au cours de la période, elle s'est appréciée vis-à-vis des autres devises (Graphique 12).

Depuis novembre 2001, l'indice des conditions monétaires de la Banque a varié entre -11,38 et -10,30. Cet indice se situe actuellement à un niveau similaire à celui de novembre dernier (Graphique 13).

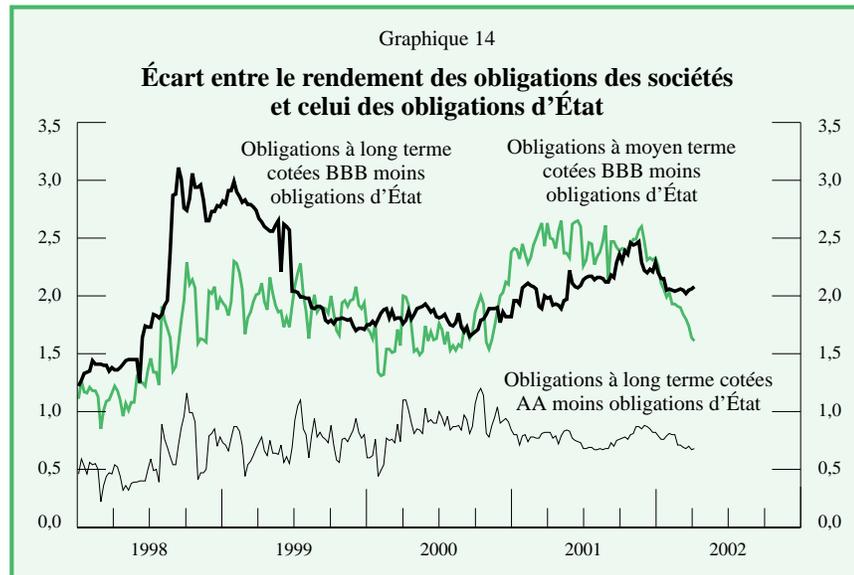


Les autres aspects de l'évolution financière

Les autres aspects de l'évolution financière cadrent avec les signes d'une reprise économique.

Dans l'ensemble, les conditions du crédit aux entreprises se sont améliorées depuis l'automne dernier.

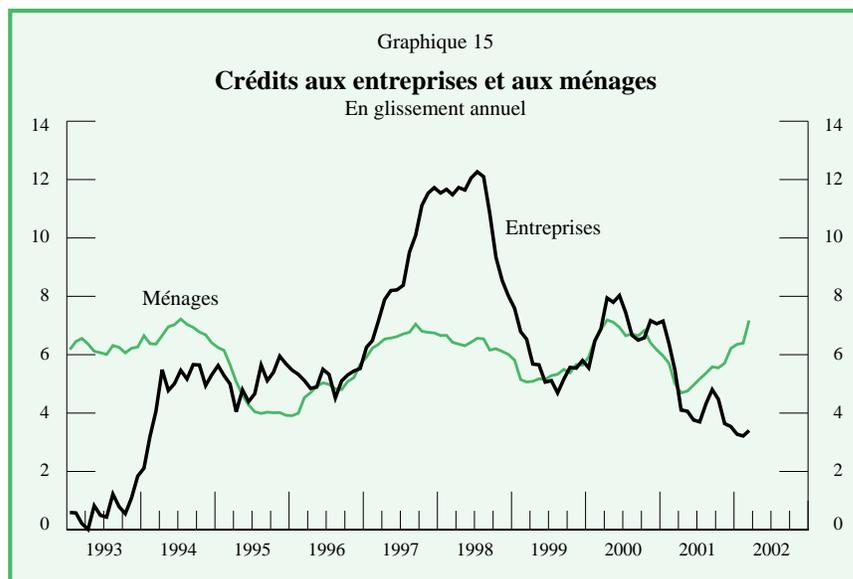
Dans l'ensemble, les conditions du crédit aux entreprises se sont améliorées depuis l'automne passé, en dépit de facteurs défavorables, notamment la faillite très médiatisée de grandes sociétés nord-américaines. Sur le marché obligataire, cette amélioration s'est traduite par un amenuisement des écarts entre les taux de rendement des obligations de sociétés et ceux des obligations d'État, comparativement au sommet atteint en novembre (Graphique 14). Les conditions sur les marchés canadiens du papier commercial sont restées relativement stables. Les banques, pour leur part, sont devenues un peu plus prudentes depuis novembre en ce qui a trait à l'octroi de prêts aux emprunteurs moins bien cotés.



La Bourse de Toronto, qui a subi un recul appréciable après le 11 septembre, affiche aujourd'hui un gain de 20 % environ par rapport au creux enregistré en septembre dernier. Cette progression est attribuable à la réduction de l'incertitude et à l'évolution positive des attentes des investisseurs concernant l'économie.

Si la croissance du crédit aux entreprises a été lente...

La croissance du crédit aux entreprises s'est ralentie davantage depuis la parution du *Rapport* de novembre (Graphique 15). Les crédits à court terme consentis aux entreprises, particulièrement les prêts bancaires, se sont inscrits en baisse au cours de la période. Les obligations et, dans une moindre mesure, les actions ont été les principales sources de nouveau financement des entreprises. La lente expansion du crédit aux entreprises cadre avec la réduction des besoins de financement de ces dernières au titre des



stocks et des autres investissements, ainsi qu'avec le remboursement de leurs dettes à court terme. Elle est compatible aussi avec le resserrement des conditions applicables aux prêts bancaires, prévisible à ce stade-ci du cycle économique.

En revanche, le crédit aux ménages a connu une progression robuste, plus rapide même que celle du revenu disponible des particuliers, tenant à la vigueur de la dépense des ménages, particulièrement au titre des logements et des biens durables. Il en est résulté une nouvelle hausse du ratio d'endettement des ménages, moins prononcée toutefois que par le passé et qui a été largement compensée par un accroissement des avoirs. Par ailleurs, vu le bas niveau auquel se situent les taux d'intérêt, la part du revenu personnel consacrée au service de la dette s'établit actuellement bien en deçà des moyennes historiques.

... celle du crédit aux ménages a été relativement robuste.

4. LES PERSPECTIVES EN MATIÈRE D'INFLATION

La conjoncture internationale

L'économie américaine s'est redressée plus rapidement qu'on ne le prévoyait l'automne dernier.

Aux États-Unis, les conditions économiques s'améliorent à un rythme beaucoup plus rapide que ce qui avait été prévu dans le *Rapport* de novembre. Plusieurs facteurs portent à croire qu'une reprise s'est amorcée : les dépenses en technologies de l'information se sont stabilisées après quelque douze mois de recul; la production se ressaisit, stimulée par le fait que la correction des stocks tire à sa fin; de façon générale, les dépenses de consommation ainsi que les investissements dans le secteur du logement sont robustes, soutenus par un important train de mesures budgétaires et monétaires expansionnistes (Note technique 3).

On s'attend, par conséquent, à ce que la croissance du PIB réel des États-Unis s'établisse en moyenne autour de 4 % au premier semestre de 2002, un taux nettement supérieur à ce qui avait été avancé dans la dernière livraison du *Rapport*. Étant donné la vigueur affichée par les dépenses de consommation et les investissements dans le logement et en stocks en début d'année, le taux d'augmentation du PIB devrait redescendre à environ 3 1/4 % au prochain semestre.

En 2002, le rythme d'expansion de l'activité aux États-Unis devrait avoisiner 2 1/2 %, en moyenne annuelle, plutôt que 1 % comme il avait été estimé en novembre. Pour 2003, on s'attend à ce qu'il atteigne quelque 3 1/2 %.

Les perspectives d'expansion se sont aussi raffermies dans les autres pays industrialisés.

Les perspectives d'expansion se sont également raffermies dans les autres pays industrialisés. En Europe, les indicateurs relatifs à la production laissent présager un redressement de l'activité, appuyé par l'assouplissement antérieur des conditions monétaires et le regain de vigueur de l'économie américaine. Les grandes économies européennes devraient croître de près de 1 1/4 % en moyenne sur l'ensemble de 2002 et d'environ 3 % en 2003, à mesure que l'activité s'intensifiera. Au Japon, la persistance de lacunes structurelles risque d'entraîner un nouveau recul de quelque 1 1/2 % en 2002. L'activité dans ce pays pourrait néanmoins enregistrer une modeste accélération d'environ 1 % en 2003, à la faveur de la relance aux États-Unis et de la détente des conditions monétaires.

Dans les économies de marché émergentes, les perspectives de croissance devraient s'améliorer parallèlement au redressement de la demande mondiale. Déjà, les pays du sud-est asiatique donnent des signes de reprise. De plus, la cessation de paiement décrétée par l'Argentine n'a eu qu'une incidence limitée sur les autres pays à marché émergent.

Note technique 3

Le cycle économique actuel aux États-Unis

À l'aune des récessions ayant frappé les États-Unis depuis 25 ans, la dernière en date a été plutôt bénigne. Le ralentissement a été si modéré que les économistes débattent toujours de la question de savoir s'il s'agissait vraiment d'une récession¹.

Bien que la récession de 2001 aux États-Unis s'apparente par certains côtés aux précédentes, elle s'en démarque à d'importants égards. La croissance rapide enregistrée durant la deuxième moitié des années 1990 et en 2000 et la faible marge de capacités inutilisées ont amené la Réserve fédérale à relever les taux d'intérêt pour contrer d'éventuelles pressions inflationnistes et ramener l'expansion économique sur une trajectoire plus viable. À cela s'est greffée la montée des prix du pétrole, qui a freiné l'activité économique. Conjugués à l'éclatement de la bulle des valeurs technologiques et au recul des cours boursiers, ces facteurs ont entraîné une forte réduction des investissements et une importante correction des stocks. Si la contraction des investissements et des stocks est caractéristique des récessions antérieures, les facteurs déterminants ont été cette fois quelque peu différents.

La dernière récession a été la plus légère de l'histoire économique américaine. Cela s'explique en bonne partie par les mesures prises par la Réserve fédérale, dans un climat d'inflation relativement faible et stable. Dans le passé, lorsque l'inflation était élevée, la Réserve fédérale attendait généralement que les pressions sur ce front donnent de nets signes de relâchement avant d'intervenir. Cette fois-ci, elle a commencé à abaisser son taux directeur dès les premiers indices d'essoufflement, et les réductions de son taux cible se sont succédé plus rapidement que de coutume tout au long du ralentissement. Les attentes d'inflation étant bien arrimées, les marchés obligataires avaient anticipé les effets de ce dernier bien avant que les autorités américaines ne se mettent à diminuer leur taux directeur.

Le repli des taux d'intérêt à long terme a donné lieu à un recul marqué des taux hypothécaires. Sur le marché du logement, les ventes de maisons sont demeurées vigoureuses en 2001 et les prix ont continué à grimper. Ces conditions ont permis aux ménages de renouveler ou même d'accroître leurs emprunts hypothécaires à des taux plus bas. La hausse du prix des maisons a aussi limité l'incidence de la chute dramatique des cours boursiers sur la richesse des ménages.

Les ménages ont pu réduire leurs mensualités hypothécaires ou emprunter une partie de la valeur nette de leur maison pour maintenir le niveau de leur consommation. Cette dernière a aussi été soutenue par des mesures de relance budgétaire et des programmes dynamiques d'incitation à l'achat de véhicules automobiles. Aussi la dépense des ménages est-elle restée remarquablement robuste; elle a même augmenté au fil de la récession, contrairement aux fois précédentes.

Ce dynamisme de la consommation a fait que la production réelle a très peu diminué malgré la réduction rapide et prononcée des investissements et la forte correction des stocks. Par contre, le nombre d'heures travaillées a fléchi, comme lors des récessions antérieures. La productivité n'a donc pas cessé de progresser tout au long du ralentissement, quoiqu'au ralenti par rapport à la deuxième moitié des années 1990. C'est sans doute là l'aspect le plus frappant de la dernière récession; dans le passé, en effet, la croissance de la productivité se repliait toujours vivement en pareilles circonstances.

1. Le National Bureau of Economic Research, qui est tenu pour l'arbitre en matière de cycles économiques aux États-Unis, a déclaré qu'une récession s'est amorcée en mars 2001. Il définit une récession comme une baisse sensible et généralisée de l'activité dans l'économie, qui dure plus de quelques mois et touche de façon manifeste la production industrielle, l'emploi, les revenus réels et les ventes en gros et au détail.

Les prix des produits de base non énergétiques devraient encore monter.

Le renforcement prévu de l'expansion économique mondiale devrait contribuer à une forte majoration des prix en dollars É.-U. des produits de base non énergétiques durant les deux prochaines années. On s'attend à ce que le raffermissement de la demande contribue à soutenir les cours du pétrole brut et du gaz naturel pendant le reste de l'année. Il est à noter que l'évolution récente de la situation politique au Proche-Orient a ajouté à l'incertitude entourant la trajectoire des prix de l'énergie à court terme.

La demande et l'offre globales au Canada

L'économie canadienne devrait connaître une croissance solide en 2002 et en 2003.

Au Canada, on prévoit que la croissance économique au premier semestre de 2002 se situera en moyenne entre 3 1/2 et 4 1/2 %, en taux annualisé, ce qui est bien supérieur aux chiffres avancés dans la dernière livraison du *Rapport* et de la *Mise à jour* de celui-ci. La progression des dépenses des ménages, surtout au titre du logement et des biens durables connexes tels que les meubles et les appareils ménagers, continuera d'alimenter la croissance économique. Les exportations devraient se ressaisir de manière appréciable sous l'impulsion de l'expansion prévue de l'activité aux États-Unis. Le ralentissement du rythme de liquidation des stocks devrait également favoriser l'accroissement du PIB réel au cours de cette période (Note technique 1). On s'attend par ailleurs à ce que le repli des investissements des entreprises soit moins prononcé au premier semestre de 2002 qu'au dernier trimestre de 2001, étant donné la diminution escomptée des capacités excédentaires.

L'économie américaine devant poursuivre son expansion marquée dans la seconde moitié de 2002 et tout au long de 2003, on prévoit que la demande à l'égard des exportations canadiennes en fera tout autant. De même, l'effet conjugué des mesures prises antérieurement pour assouplir les conditions monétaires au Canada, alléger les impôts et renforcer la sécurité nationale devrait continuer de soutenir les dépenses des ménages. Ces facteurs ont aidé au rétablissement de la confiance des entreprises et devraient donner lieu à une relance des investissements de ces dernières. On s'attend aussi à ce que les dépenses en biens d'équipement de l'industrie pétrolière et gazière amorcent une remontée, à la faveur du renchérissement récent du pétrole et du gaz naturel.

On estime que le taux de croissance du PIB réel au deuxième semestre se situera entre 3 et 4 % et qu'il dépassera celui de la production potentielle, évalué à environ 3 %. Ainsi, le rythme d'expansion moyen pour 2002 s'établirait entre 2 1/4 et 3 1/4 %, soit près de deux points de pourcentage de plus que la prévision formulée en janvier. Pour 2003, on s'attend à une croissance moyenne se chiffrant entre 3 et 4 %.

Les estimations de la Banque pour 2002 et 2003 et la progression plus forte que prévu du PIB réel à la fin de 2001 donnent à penser que la marge de capacités inutilisées devrait effectivement se résorber plus rapidement qu'il n'était indiqué dans le dernier *Rapport*. Par conséquent, l'offre excédentaire devrait diminuer tout au long de 2002, pour ensuite disparaître au second semestre de 2003.

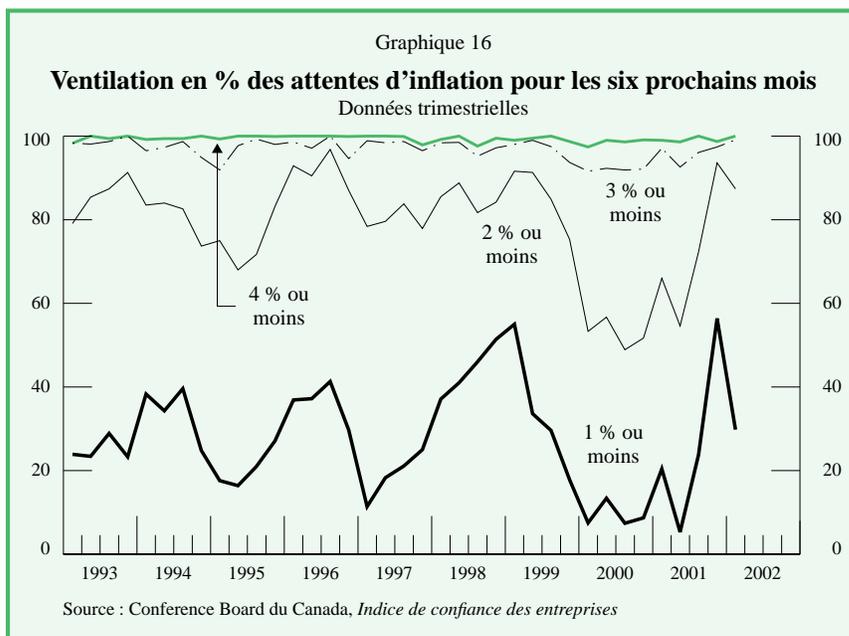
Les taux de croissance prévus par la Banque pour 2002 et 2003 sont conformes dans l'ensemble aux plus récentes prévisions du secteur privé.

La mesure des attentes relatives à l'inflation

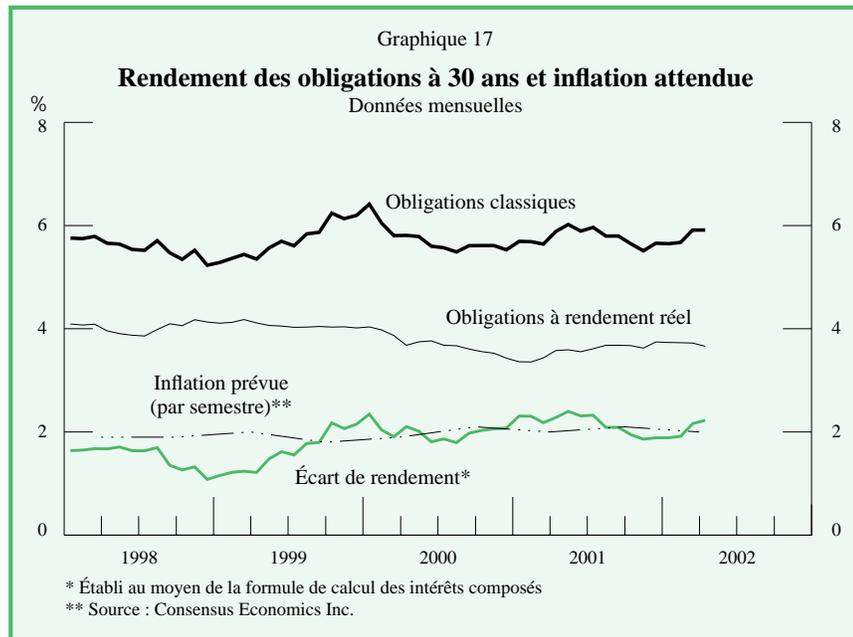
Les résultats de l'enquête périodique du Conference Board du Canada sur la confiance des entreprises publiés ce printemps révèlent que 30 % des répondants s'attendaient à ce que le niveau général des prix augmente au cours des six mois suivants à un rythme annuel de 1 % ou moins, et 87 %, à un rythme de 2 % ou moins (Graphique 16). De fait, les prévisionnistes du secteur privé estiment maintenant que l'IPC global devrait s'accroître de 1,4 % en 2002, un taux nettement inférieur à celui qui avait été indiqué à l'automne 2001. Dans les deux cas, les prévisions à court terme relatives à la hausse de l'IPC global sont influencées par les réductions récentes des prix à la consommation de l'énergie. Les attentes d'inflation à l'horizon de deux ans, par contre, demeurent fermement ancrées bien à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation visée par la Banque. C'est d'ailleurs ce que confirment

La Banque prévoit que la marge de capacités inutilisées disparaîtra au second semestre de 2003.

Le taux d'inflation attendu à long terme demeure très près de 2 %.



les résultats de la dernière enquête réalisée auprès des entreprises par nos bureaux régionaux ainsi que le taux d'augmentation de l'IPC global prévu par le secteur privé pour 2003 (et qui est actuellement de 2,0 %). Généralement, les prévisions au sujet du taux d'inflation attendu à plus long terme font aussi état d'un taux avoisinant 2 %. Par ailleurs, l'écart entre le rendement des obligations classiques à 30 ans et celui des obligations à rendement réel se situe maintenant tout juste au-dessus de 2 % (Graphique 17).



Les autres facteurs qui influent sur l'inflation

Outre les facteurs mentionnés précédemment, signalons que la montée des coûts des produits importés provoquée par la dépréciation du dollar canadien ces deux dernières années pourrait continuer d'exercer de légères pressions à la hausse sur les prix tout au long de 2003. L'augmentation des primes d'assurance et d'autres coûts liés à la sécurité, attribuable aux attentats terroristes du 11 septembre dernier, pourrait aussi pousser les prix un peu à la hausse durant les deux prochaines années.

Étant donné la situation actuelle et attendue du marché du travail, la progression des salaires devrait demeurer relativement stable au cours des deux prochaines années. Les résultats de la dernière enquête menée par la Banque auprès des entreprises viennent corroborer ces perspectives. Si, comme prévu, les gains de productivité continuent d'avoisiner les 2 %, le taux d'accroissement des coûts unitaires de main-d'œuvre ne devrait guère changer d'ici la fin de 2003.

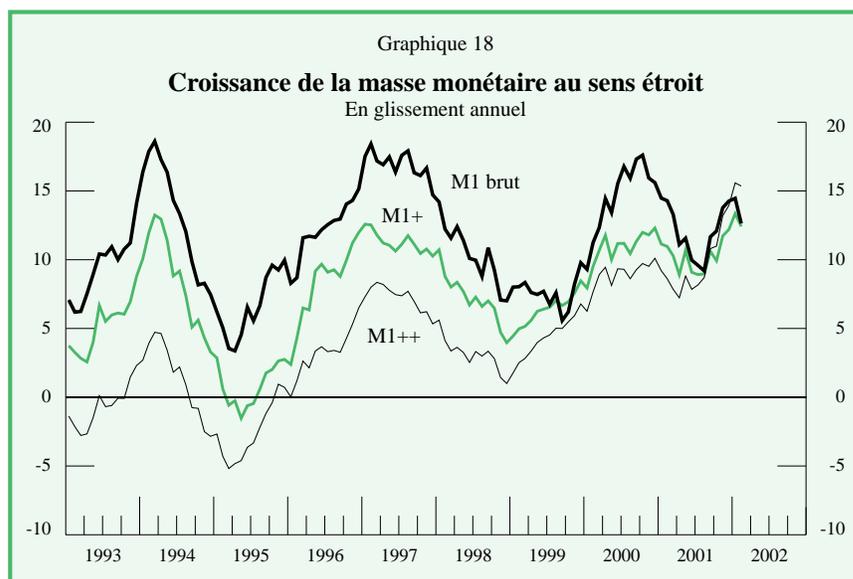
L'incidence de la croissance de la masse monétaire sur l'inflation

Le rythme d'expansion des trois agrégats monétaires au sens étroit, M1, M1+ et M1++, s'est accéléré depuis la livraison du *Rapport* de novembre (Graphique 18), quoiqu'il ait légèrement fléchi en février. La progression a été assez généralisée, touchant les ménages, les entreprises et les différents types de compte. La croissance robuste de la masse monétaire observée depuis novembre tient en grande partie à l'assouplissement des conditions monétaires. Les faibles taux de rendement d'autres types d'actifs, tels que les dépôts à terme et les certificats de placement garanti, ont réduit les coûts associés à la détention d'encaisses liquides et ont, par conséquent, contribué à la vive expansion des agrégats monétaires au sens étroit. Un autre facteur à l'origine du fort taux d'accroissement sur douze mois de ces agrégats a été le volume élevé des encaisses de précaution accumulées l'automne dernier en réaction à l'incertitude qui planait alors sur les revenus futurs et le rendement des valeurs boursières. Cette incertitude s'estomant, on voit apparaître les signes d'une réduction de ces encaisses par les entreprises, et, à un degré moindre, par les ménages. Dans la mesure où elles serviront à l'avenir non pas à l'achat de biens et de services, mais plutôt à l'acquisition d'actifs financiers, les encaisses de précaution ne laissent pas entrevoir une recrudescence des pressions inflationnistes dans l'immédiat.

Le fait qu'il soit difficile d'isoler l'incidence respective que les bas taux d'intérêt et l'engouement accru pour les liquidités ont eue sur la croissance des agrégats monétaires au sens étroit a rendu particulièrement incertaines les projections relatives à la production et à l'inflation faites à partir de l'évolution de ces agrégats. La progression des encaisses liquides devrait se ralentir

La croissance de la monnaie au sens étroit est demeurée vive, mais on a pu observer des signes de ralentissement.

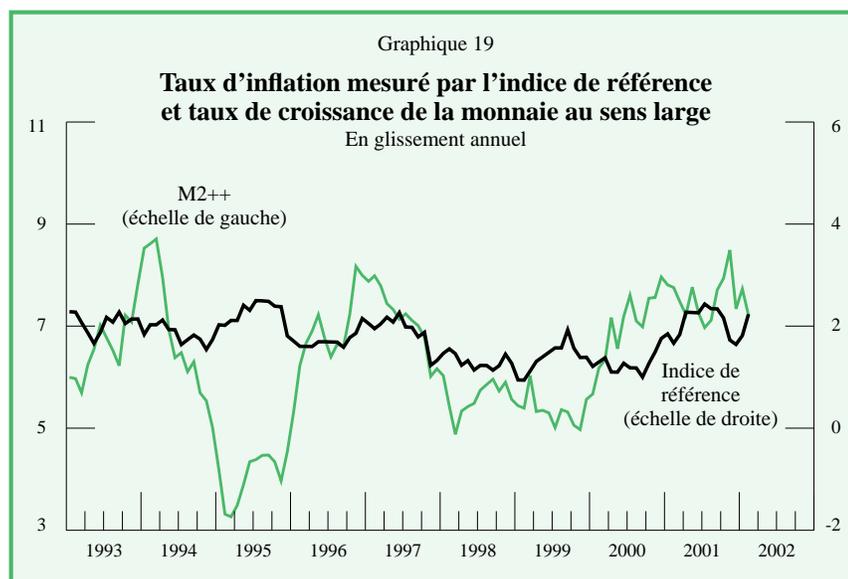
Les prévisions d'inflation fondées sur l'expansion monétaire sont plus incertaines qu'en temps normal...



... mais la progression des agrégats au sens large cadre avec le maintien de l'inflation aux alentours de 2 %.

encore, à mesure que l'incertitude se dissipera et que les rendements des autres actifs se redresseront. Il y a un risque que les pressions inflationnistes s'intensifient si davantage d'encaisses liquides que prévu devaient être consacrées à l'achat de biens et de services, au lieu d'être réinvesties dans des instruments d'épargne.

Le rythme de croissance de M2++ a été beaucoup plus lent et plus stable que celui des agrégats monétaires au sens étroit depuis la parution du dernier *Rapport* (Graphique 19). Cette évolution cadre avec les déplacements de fonds mentionnés plus tôt, car la robuste croissance observée dans les composantes de M2++ tenues à des fins de transaction a été contrebalancée par la diminution des instruments d'épargne, tels que les dépôts à terme et les Obligations d'épargne du Canada. La monnaie au sens large affiche actuellement un rythme d'expansion compatible en gros avec un taux d'inflation de 2 %.



Les prévisions relatives à l'inflation

Compte tenu de la présence de capacités de production excédentaires, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait se situer en moyenne juste en deçà de 2 % au second semestre de 2002 et au premier semestre de 2003.

Comme on s'attend à ce que l'économie demeure en situation d'offre légèrement excédentaire tout au long de 2002, certaines pressions à la baisse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence devraient persister durant le reste de l'année. Toutefois, plusieurs facteurs sont de nature à modérer ces pressions. Premièrement, le taux d'inflation attendu à long terme se situe encore très près de 2 %. Deuxièmement, les augmentations observées et anticipées des coûts unitaires de main d'œuvre sont aussi de l'ordre de 2 %. Troisièmement, la hausse des coûts des produits importés associée à la dépréciation passée du dollar canadien pourrait encore exercer, pendant un moment, certaines pressions à la hausse sur l'inflation.

Les capacités excédentaires au sein de l'économie étant moins importantes que ce que nous avons prévu dans le *Rapport* de novembre dernier, nous pensons maintenant que l'inflation mesurée par l'indice de référence se situera en moyenne juste en deçà de 2 % au second semestre de 2002 et au premier semestre de 2003, et remontera à 2 % vers la fin de 2003. Cette évolution cadre avec notre projection selon laquelle le niveau de production au sein de l'économie retournera à son potentiel au second semestre de 2003.

Si les cours du pétrole brut demeurent en moyenne entre 22 et 26 \$ É.-U. le baril, le taux d'accroissement de l'IPC global devrait rester inférieur à celui de l'indice de référence jusqu'au milieu de l'année. La Banque prévoit qu'il s'établira à 2 %, tout comme l'inflation mesurée par l'indice de référence, vers la fin de 2003.

Les taux d'accroissement de l'IPC global et de l'indice de référence devraient tous deux s'établir à 2 % vers la fin de 2003.

5. CONCLUSIONS

Au cours des derniers mois, il est devenu de plus en plus manifeste que l'Amérique du Nord est en train de renouer avec une croissance économique robuste. En ce qui concerne le Canada, les perspectives énoncées dans le présent rapport laissent entrevoir que la production retournera à son niveau potentiel au second semestre de 2003 et que l'inflation s'établira, d'ici la fin de l'année prochaine, au taux de 2 % que vise la Banque.

Mais des risques, aussi bien à la hausse qu'à la baisse, pèsent sur ces prévisions. Ainsi, la forte détente monétaire et budgétaire opérée pourrait pousser la croissance de l'activité au-delà de ce que nous projetons. Par contre, la progression de la dépense des ménages pourrait ne pas être aussi vigoureuse que prévu, si le dynamisme récent observé à cet égard s'avère tenir encore plus qu'on ne le suppose à des dépenses anticipées. Il subsiste encore de l'incertitude quant au moment et à l'ampleur de la relance des investissements des entreprises et des exportations, en raison principalement de la fragilité de la confiance des entreprises à l'échelle mondiale. De plus, l'évolution de la conjoncture politique au Proche-Orient risque de continuer de se répercuter sur les cours du pétrole brut, ce qui pourrait avoir des conséquences sur l'économie mondiale.

Étant donné ces facteurs, les autorités monétaires devront évaluer la vigueur affichée par l'économie à mesure qu'elle s'approchera des limites de sa capacité de production, de même que les conséquences sur l'inflation future. Il faudra, en temps opportun et avec mesure, réduire le degré de détente monétaire en place afin de maintenir l'inflation aux alentours du taux visé de 2 % et de contribuer ainsi à soutenir la croissance de l'activité et la pleine utilisation des capacités à moyen terme.

BIBLIOGRAPHIE

- Banque du Canada (1991). « Cibles de réduction de l'inflation : Communiqué et documentation à l'appui », *Revue de la Banque du Canada* (mars), p. 3-21.
- _____ (1991). « Les cibles de réduction de l'inflation : autres considérations d'ordre pratique et questions de mesure », *Revue de la Banque du Canada* (septembre), p. 3-23.
- _____ (2001). « Déclaration commune du gouvernement canadien et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation », communiqué du 17 mai 2001 et documents d'information reproduits dans la *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 67-79.
- Canada. Statistique Canada. *Information population active*, publication n° 71-001-PPB au catalogue (mensuel), Ottawa, Travaux publics et Services gouvernementaux Canada.
- Conference Board du Canada (2002). *Indice de confiance des entreprises* (printemps).
- _____ (2002). *Indice des attitudes des consommateurs* (printemps).
- Consensus Economics Inc. (2002). *Consensus Forecasts* (divers numéros).
- Crawford, A. (2001). « La prévisibilité du taux moyen d'inflation en longue période », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 15-22.
- Macklem, T. (2001). « Une nouvelle mesure de l'inflation fondamentale », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 3-14.
- Stuber, G. (2001). « Implications of Uncertainty about Long-Run Inflation and the Price Level », document de travail n° 2001-16, Banque du Canada.

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

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

