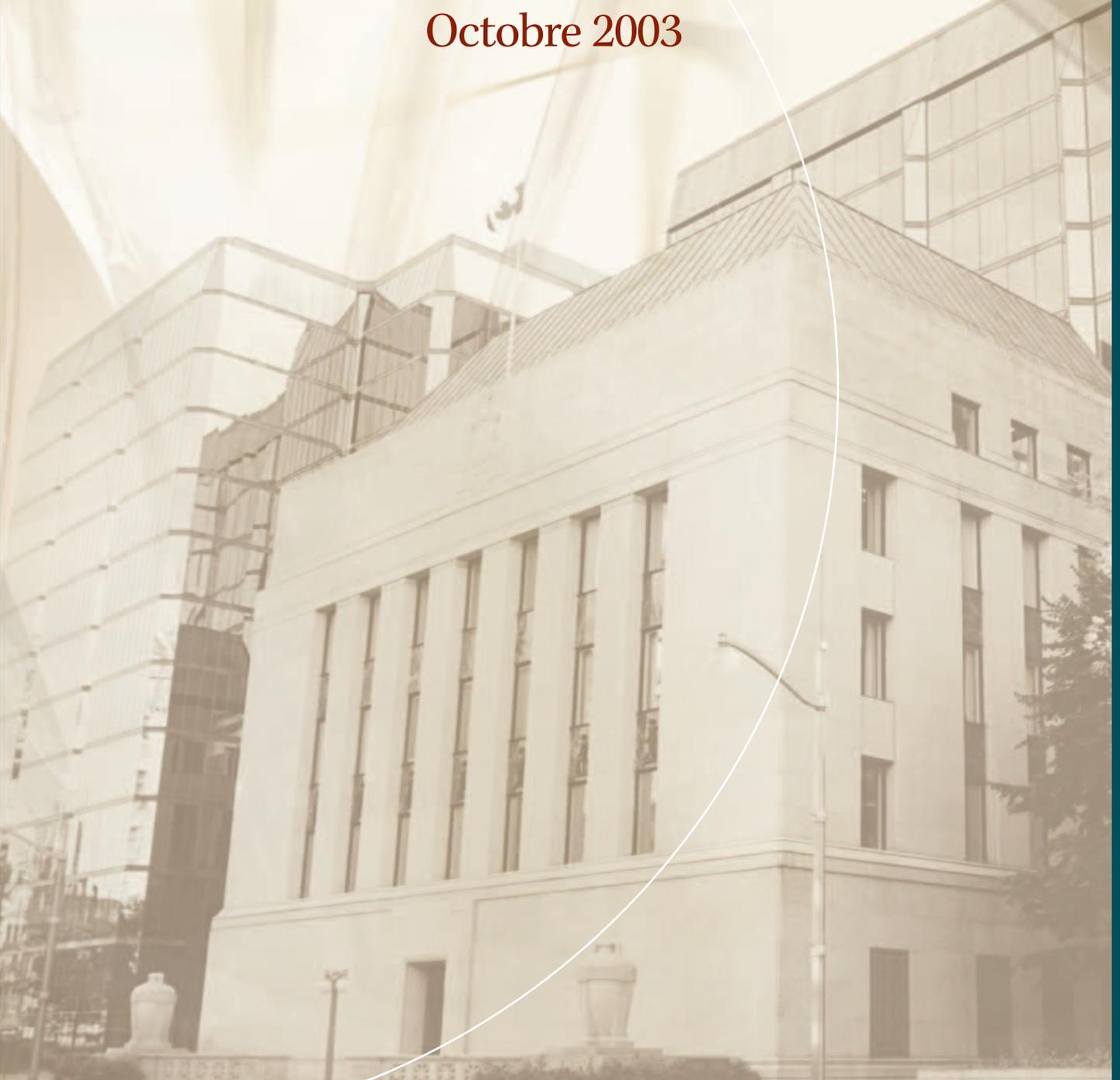




BANQUE DU CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Octobre 2003



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.

Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada ont annoncé conjointement l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener 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).

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

5111
CN ISSN 1201-8783

BANQUE DU CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— Octobre 2003 —

*Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada,
composé de David Dodge, Paul Jenkins, Sheryl Kennedy, Pierre Duguay,
David Longworth et Mark Carney.*

Nul ne peut prédire le type de chocs que notre économie subira dans l'avenir, mais nous savons qu'elle en connaîtra. Ce qui importe, c'est que nous ayons un cadre économique et financier robuste qui nous permet de faire face aux perturbations et de saisir les occasions de progrès à mesure qu'elles se présentent. C'est ce genre de cadre qui donne aux entreprises et aux investisseurs la confiance dont ils ont besoin pour prendre des risques et innover.

David Dodge

*Gouverneur, Banque du Canada
10 septembre 2003*

TABLE DES MATIÈRES

1. Vue d'ensemble	5
2. L'évolution récente de l'inflation	8
L'inflation et la cible de 2 %	8
Les facteurs qui influent sur l'inflation	11
3. L'évolution financière	17
4. Les perspectives en matière d'inflation	22
La conjoncture internationale	22
Les déséquilibres dans le monde	23
La demande et l'offre globales au Canada ..	24
La mesure des attentes relatives à l'inflation	26
Les autres facteurs qui influent sur l'inflation.	28
L'incidence de la croissance de la masse monétaire sur l'inflation	28
Les prévisions relatives à l'inflation	30
Bibliographie	32

Notes techniques

1. L'incidence économique estimative de récents chocs de nature inhabituelle	12
2. L'évolution récente des taux d'intérêt à long terme.	21
3. Les répercussions sectorielles de l'appréciation du dollar canadien	25

1. VUE D'ENSEMBLE

Dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*, nous indiquions que l'inflation avait dépassé de beaucoup la cible de 2 % visée par la Banque du Canada et que les attentes d'inflation à court terme s'étaient orientées à la hausse. Bien que la montée de l'inflation ait été alimentée par des facteurs spéciaux, tels que la majoration des primes d'assurance et des coûts de l'énergie, des signes montraient aussi que les pressions s'exerçant sur les prix se généralisaient sous l'effet de la vigueur de la demande intérieure. En avril, nous prévoyions que la croissance de l'économie canadienne atteindrait 2 1/2 % en moyenne pour les trois premiers trimestres de l'année et que l'inflation mesurée par l'indice de référence redescendrait à 2 % avant le début de 2004.

Or, l'expansion a été plus modérée que prévu et ne devrait vraisemblablement se chiffrer qu'à un peu plus de 1 1/2 % en moyenne pour les trois premiers trimestres de 2003. Par conséquent, la Banque estime maintenant que la marge de capacités excédentaires au sein de l'économie est plus élevée qu'elle ne s'y attendait en avril. En outre, le repli de l'inflation mesurée par l'indice de référence s'est produit plus tôt et a été plus prononcé que ce que la Banque avait projeté, et les indicateurs des attentes relatives à l'inflation ont presque tous fléchi depuis avril.

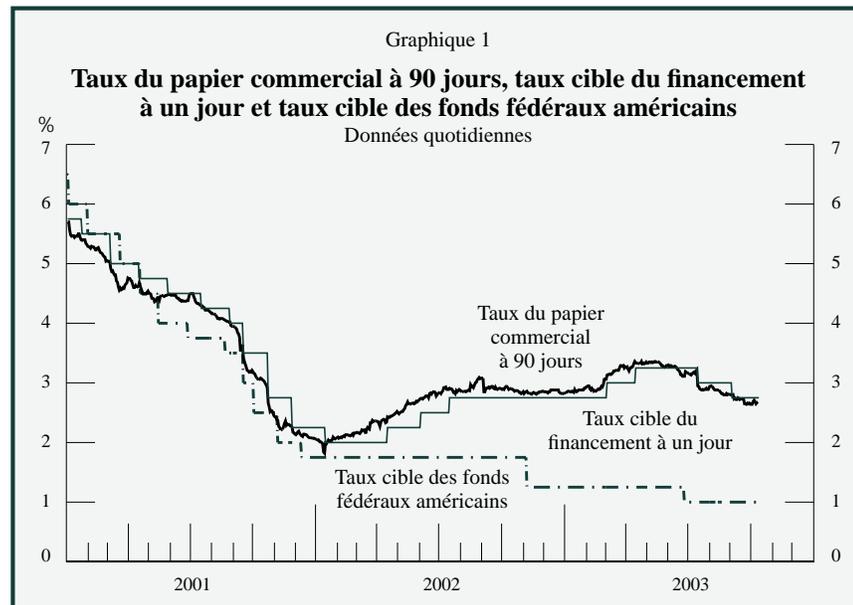
La baisse du taux d'accroissement de l'indice de référence est attribuable à plusieurs imprévus survenus au cours des six derniers mois, dont la faiblesse généralisée des prix de produits comme les automobiles et les vêtements, les rabais substantiels consentis par le secteur touristique à la suite de la crise du syndrome respiratoire aigu sévère (SRAS) et l'atténuation un peu plus rapide qu'on ne l'anticipait des pressions provoquées par la majoration des primes d'assurance. La dépréciation marquée de la devise américaine a également contribué à la faiblesse des prix des biens au Canada. Le dollar canadien s'est échangé à 72 1/2 cents É.-U. en moyenne depuis la parution, en juillet, de la *Mise à jour* du *Rapport sur la politique monétaire*, ce qui représente une forte augmentation comparativement au niveau de 69 cents atteint au moment de la publication du *Rapport* d'avril.

Il semble maintenant que l'inflation mesurée par l'indice de référence demeurera sous la barre des 2 % jusqu'au milieu de 2005, compte tenu de l'offre excédentaire au sein de l'économie, de la modération des hausses des primes d'assurance et de l'incidence restante de la remontée passée du dollar canadien.

Modifications du taux cible du financement à un jour depuis la parution du *Rapport* d'avril :

- 3 juin — aucune modification
- 15 juillet — abaissé de 25 points de base à 3,00 %
- 3 septembre — abaissé de 25 points de base à 2,75 %
- 15 octobre — aucune modification

Les données que renferme le présent rapport sont celles qui étaient disponibles à la date d'annonce préétablie du 15 octobre 2003.



Dans ce climat, la Banque du Canada a abaissé le taux cible du financement à un jour de 50 points de base au total depuis la publication du *Rapport* d'avril, pour l'établir à 2,75 % (Graphique 1). Cette mesure a été prise afin de favoriser un retour de l'activité économique à des niveaux compatibles avec un équilibre global entre l'offre et la demande, dans l'optique de ramener l'inflation au taux cible de 2 % à moyen terme.

En dépit de la morosité de l'activité au deuxième trimestre et des chocs additionnels survenus au troisième trimestre, tels que la panne générale d'électricité en Ontario, beaucoup de signes encourageants ont pu être observés. L'expansion de la demande intérieure finale est demeurée robuste et les retombées négatives de certains chocs récents commencent à se dissiper. La correction à la baisse des stocks, qui s'était amorcée plus tôt cette année, est maintenant très avancée. La conjoncture économique à l'échelle internationale s'est améliorée depuis la parution de la livraison d'avril et, selon de récentes données, la reprise attendue aux États-Unis s'est engagée plus rapidement et sera plus soutenue qu'on ne l'avait d'abord escompté. Les conditions financières sont également favorables à la croissance.

La Banque continue de prévoir que l'expansion de l'économie canadienne se raffermira au quatrième trimestre de 2003 et en 2004. Dans l'ensemble, le rythme de progression de l'activité devrait s'établir au cours de cette période au-dessus de celui de la production potentielle, grâce surtout à la solidité de la dépense des ménages et à la hausse des investissements des entreprises. Le renforcement

de la croissance à l'étranger devrait aussi insuffler un élan aux exportations de biens et services canadiens, mais celui-ci sera freiné par l'appréciation de notre monnaie.

Des risques pèsent sur ces perspectives relativement au moment et à l'ampleur des ajustements que devront subir, dans les divers pays, la demande, les prix et les taux de change face aux déséquilibres économiques mondiaux. Il y a notamment incertitude quant à l'évolution probable des taux de change des grandes monnaies du monde ainsi qu'à son incidence sur l'économie canadienne. On ne sait pas non plus si l'expansion de l'économie des États-Unis se poursuivra au-delà du premier semestre de 2004. La Banque surveillera de près et évaluera soigneusement les répercussions possibles, sur la demande et l'inflation au Canada, des ajustements qui se produiront dans le monde.

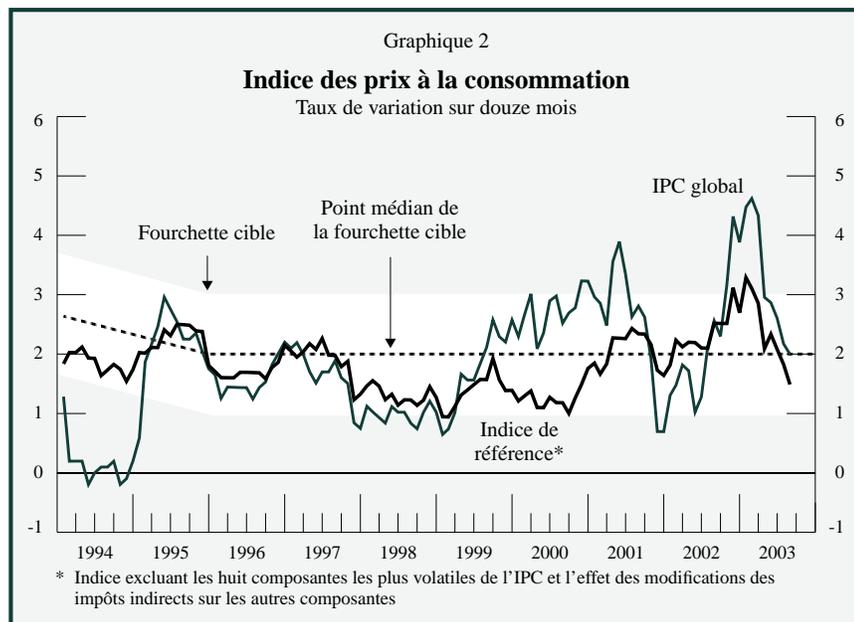
2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

L'inflation mesurée par l'indice de référence a baissé considérablement depuis février et se situait, en août, sous la cible de maîtrise de l'inflation de 2 % visée par la Banque. Pour sa part, le taux d'accroissement de l'IPC global a chuté de façon plus marquée encore en raison du tassement, en glissement annuel, des hausses des prix de l'essence et du mazout.

L'inflation et la cible de 2 %

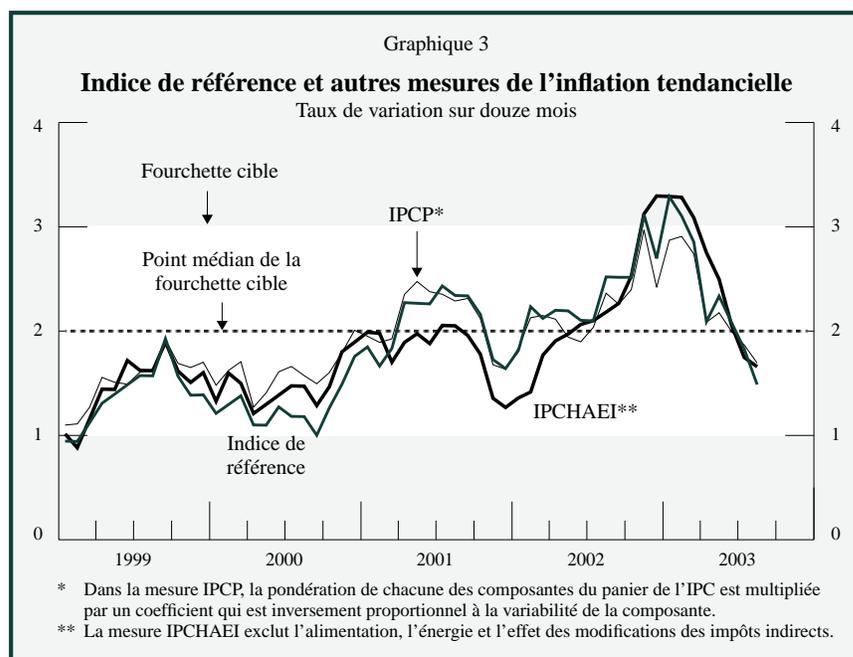
L'inflation mesurée par l'indice de référence a baissé considérablement depuis février...

L'inflation mesurée par l'indice de référence a reculé plus rapidement que ce que nous avons prévu dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire* et dans la *Mise à jour* de juillet (Graphique 2)¹. Le taux d'augmentation de cet indice s'établissait à 1,5 % en août, comparativement à 3,1 % en février. Les autres mesures de l'inflation tendancielle que la Banque suit de près se sont aussi fortement repliées et, en août, elles étaient très près du niveau de l'inflation mesurée par l'indice de référence (Graphique 3).



Au moment de la parution du *Rapport* d'avril, le taux d'accroissement aussi bien de l'indice de référence que de l'IPC global dépassait nettement la cible de 2 % de la Banque. Même si cette situation tenait pour beaucoup à des facteurs ponctuels, certaines données

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



indiquaient que les pressions sur les prix provenaient aussi en partie de la vigueur de la demande intérieure. On prévoyait que l'inflation mesurée par l'indice de référence demeurerait supérieure à la cible de 2 % tout au long de 2003 puis qu'elle redescendrait à 2 % au début de 2004, à la faveur de l'atténuation de l'influence des facteurs ponctuels (comme la majoration substantielle des primes d'assurance enregistrée un an plus tôt). En réalité, l'inflation mesurée par l'indice de référence a fléchi plus rapidement et davantage que prévu.

Cette baisse étonnamment prompt et marquée est la résultante de plusieurs phénomènes inattendus observés ces six derniers mois : la faiblesse généralisée des prix de bon nombre de biens; les retombées négatives sur le plan économique de la crise du SRAS et d'un cas isolé de maladie de la vache folle ainsi que la résorption un peu plus rapide qu'escompté de l'incidence des facteurs ponctuels.

Le plus notable de ces phénomènes est l'ampleur de la réduction du prix de nombreux biens durables et semi-durables, comme les automobiles et les vêtements. Nous ne connaissons pas très bien l'importance relative des diverses causes de ce repli. Les pressions à la baisse qu'ont subies les prix de ces biens tiennent en partie aux rabais consentis par les détaillants dans le but de réduire l'accumulation involontaire de leurs stocks. Les pressions baissières que la diminution des prix mondiaux de nombreux biens et l'appréciation du dollar canadien ont exercées sur les prix des importations ont également été plus vives que prévu.

Accentué par l'épidémie temporaire de SRAS dans la région métropolitaine de Toronto, le recul substantiel des dépenses liées à

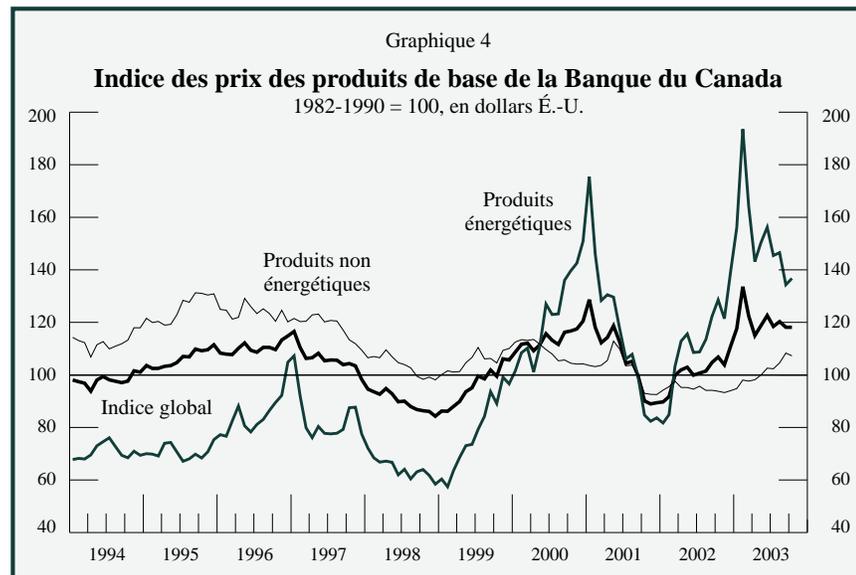
l'activité touristique a entraîné une forte réduction des prix des services connexes. Ceux-ci devraient revenir à des niveaux plus normaux avec la disparition graduelle des répercussions de la crise du SRAS. Les prix du bœuf au pays, à la production comme à la consommation, ont aussi fléchi ces derniers mois, sous l'effet de l'accumulation des stocks attribuable à l'embargo imposé par les États-Unis et d'autres pays sur les produits du bœuf canadiens.

Parmi les facteurs ponctuels qui influent sur l'inflation mesurée par l'indice de référence, les augmentations substantielles des primes d'assurance automobile et d'assurance habitation tiennent une grande place. Il convient de signaler que, ces six derniers mois, le relèvement des primes d'assurance automobile a été un peu moindre que prévu.

... tout comme le taux d'augmentation de l'IPC global.

Le taux d'accroissement sur 12 mois de l'IPC global s'est établi à 2,0 % en août, comparativement à 4,6 % en février, le repli prononcé de la hausse en glissement annuel des prix à la consommation de l'essence et du mazout étant venu s'ajouter aux facteurs qui faisaient reculer l'inflation mesurée par l'indice de référence. Dans l'ensemble, les cours du pétrole brut se replient depuis la mi-mars, mais à un rythme moins rapide que ce que nous avons prévu dans la dernière livraison du *Rapport*.

À l'inverse, les prix des produits de base non énergétiques ont poursuivi leur remontée (Graphique 4). Les signes de la vigueur de la demande en Asie et du raffermissement de la croissance aux États-Unis ont contribué à la hausse des prix des métaux communs, tandis que la contraction de l'offre (aggravée par les incendies de forêt qui ont éclaté en Colombie-Britannique cet été) et la demande de logements toujours robuste ont favorisé le renchérissement du bois d'œuvre.

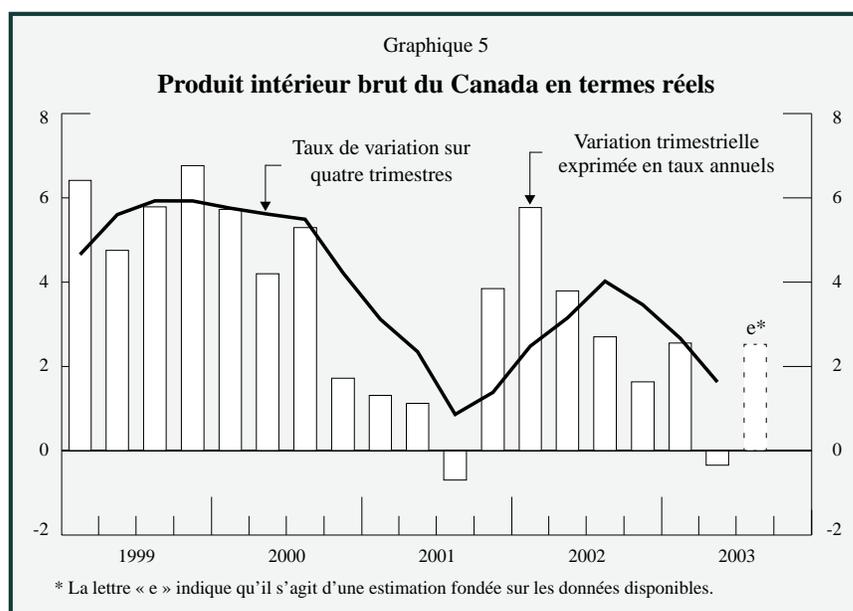


Les facteurs qui influent sur l'inflation

La demande globale

Le PIB réel du Canada a progressé à un rythme modéré au premier trimestre de 2003 (Graphique 5), mais a fléchi de 0,3 % en taux annualisé au deuxième, ce qui est plus faible que ce que nous prévoyions dans la dernière livraison du *Rapport*². Les indicateurs les plus récents de la dépense et de l'activité indiquent que la croissance aurait repris au troisième trimestre, mais qu'elle serait demeurée légèrement en deçà du plein potentiel, se chiffrant à environ 2 1/2 %.

Le PIB réel du Canada s'est inscrit en baisse au deuxième trimestre...



L'ampleur inattendue de la chute des investissements en stocks a largement contribué à l'atonie de l'activité globale au deuxième trimestre de 2003. Les détaillants et les grossistes ont fortement réduit le rythme d'accumulation de leurs stocks au deuxième trimestre, après avoir vu ceux-ci augmenter de façon considérable le trimestre précédent. Le tassement de l'activité économique aux deuxième et troisième trimestres a aussi été accentué par un certain nombre de chocs inhabituels (Note technique 1).

... sous l'effet de la réduction prononcée du rythme d'accumulation des stocks des entreprises.

Certains facteurs favorables ont toutefois fourni un soutien à l'économie. Ainsi, à la faveur des bas taux d'intérêt, les dépenses des ménages ont affiché une progression robuste (Graphique 6). En particulier, les dépenses en logement sont demeurées vigoureuses

2. Statistique Canada a signalé que les estimations du deuxième trimestre étaient entachées d'une incertitude plus grande qu'en temps normal, car la volatilité du taux de change a rendu difficile l'évaluation des échanges commerciaux.

Note technique 1

L'incidence économique estimative de récents chocs de nature inhabituelle

Depuis février, l'économie canadienne a subi plusieurs chocs inhabituels et passagers, dont l'épidémie de SRAS, la découverte d'un cas de maladie de la vache folle, la panne générale d'électricité en Ontario et les graves incendies de forêt en Colombie-Britannique. La Banque estime que ces chocs ont retranché directement environ 0,7 point de pourcentage à la croissance (exprimée en rythme annuel) au deuxième trimestre et quelque 0,6 point au troisième trimestre (elle n'a pas tenté de quantifier les effets indirects). Étant donné la nature transitoire de ces chocs, on s'attend à un bond de la croissance au quatrième trimestre.

Bien que le premier cas avéré de SRAS au Canada date du 23 février, c'est au second trimestre que les répercussions économiques de l'épidémie ont atteint leur maximum. La crainte grandissante de cette maladie contagieuse et parfois mortelle a fortement contribué à une baisse des dépenses dans l'industrie touristique. Plusieurs secteurs ont été durement touchés, comme ceux du transport aérien, de l'hébergement, du divertissement, de la restauration (bars et restaurants) et de la location d'automobiles. Même si les dépenses effectuées par les touristes étrangers demeurent faibles, on note déjà des signes d'embellie sur le plan du tourisme intérieur.

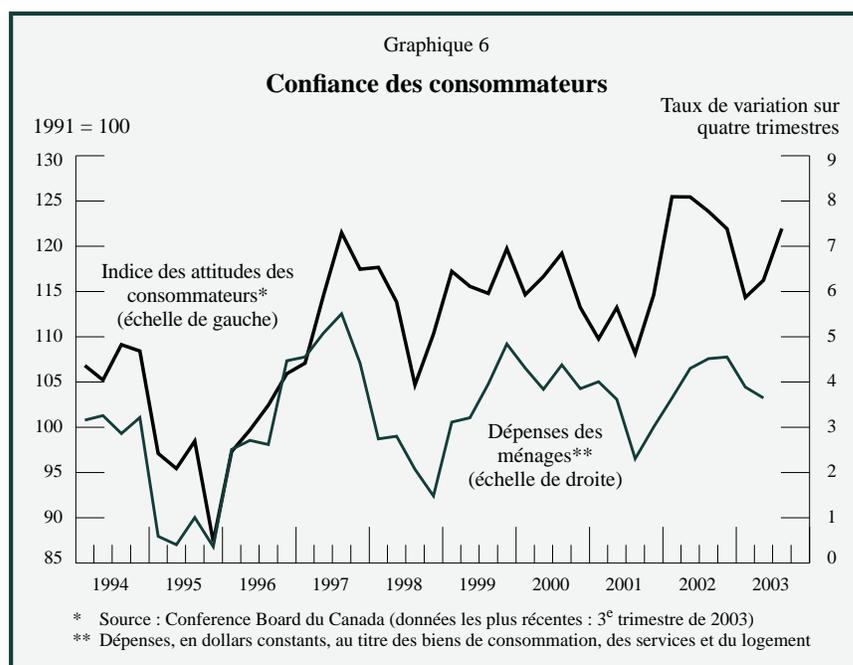
À la suite de la détection d'un cas de maladie de la vache folle en Alberta, le 20 mai, les marchés se sont fermés aux exportations canadiennes de bovins, de bœuf et de produits dérivés. Le coup de frein immédiat qui en a résulté pour la filière bovine (abattage, transformation et activités connexes) a ralenti la progression du PIB aux deuxième et troisième trimestres. L'assouplissement récent de l'embargo sur les importations de produits du bœuf devrait avoir un léger effet positif sur la croissance au quatrième trimestre. Le maintien de l'embargo frappant les exportations de bovins sur pied aura probablement, pour sa part, une incidence négative plus persistante.

La panne de courant qui a frappé l'Ontario le 14 août et les restrictions imposées à la consommation d'électricité jusqu'au 25 août ont entraîné une baisse marquée de la production dans un grand nombre de secteurs. L'effet sur la croissance du PIB au troisième trimestre devrait s'être inversé au trimestre suivant, puisque la production devrait être revenue à la normale d'ici là.

Les récents incendies de forêt en Colombie-Britannique se sont soldés par un recul des dépenses touristiques et des activités d'exploitation forestière dans cette région. Cette diminution devrait être à peu près compensée, à court terme, par les dépenses accrues du gouvernement dans la lutte contre les incendies et la reconstruction. À long terme, cependant, le niveau d'activité de l'industrie forestière dans cette province risque de se ressentir un peu de la perte des ressources en bois.

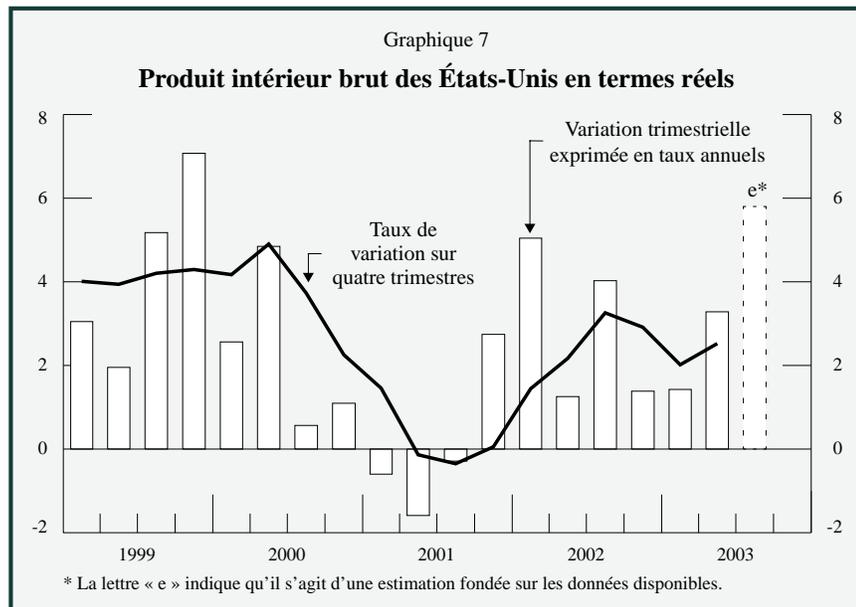
Ces chocs pourraient avoir des répercussions plus importantes si leur succession rapide devait entamer gravement la confiance des consommateurs et des entreprises. Mais selon les indicateurs dont nous disposons, celle-ci a été peu affectée dans l'ensemble jusqu'à présent.

Incidence estimative des chocs sur le taux d'accroissement du PIB réel (variation trimestrielle exprimée en taux annuels)			
	2 ^e trim. 2003	3 ^e trim. 2003	4 ^e trim. 2003
SRAS	-0,60	+0,15	+0,25
Maladie de la vache folle	-0,10	-0,30	+0,10
Panne d'électricité en Ontario	-	-0,40	+0,40
Total	-0,70	-0,55	+0,75



et les prix des maisons ont poursuivi leur ascension. Les investissements des entreprises ont aussi augmenté au premier semestre de l'année. Les exportations canadiennes ont bénéficié quelque peu du raffermissement du rythme de l'activité économique observé aux États-Unis.

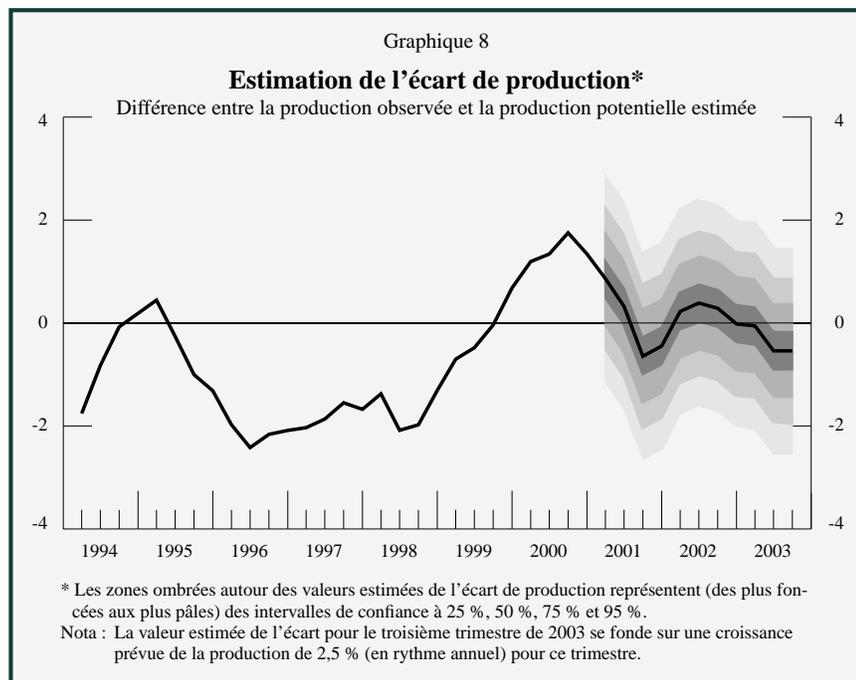
L'accélération de la croissance chez nos voisins du sud au deuxième trimestre tient à l'essor des dépenses des ménages et des entreprises ainsi qu'à la hausse marquée des dépenses militaires de l'administration fédérale (Graphique 7). Selon des données récentes, la consommation et l'investissement continuent de progresser à un rythme vigoureux sous l'impulsion de l'assouplissement des politiques monétaire et budgétaire et de la diminution de l'incertitude. Les perspectives économiques à court terme sont donc beaucoup plus favorables qu'elles ne l'étaient lors de la parution du dernier *Rapport*. On prévoit maintenant que le taux d'expansion du PIB réel avoisinera 5 3/4 % au troisième trimestre.



Les pressions estimatives sur la capacité de l'économie

Aux deuxième et troisième trimestres, le niveau de l'activité au Canada est descendu en deçà du plein potentiel davantage que prévu.

Selon les mesures économétriques de la production potentielle et de l'écart de production dont la Banque se sert habituellement, le niveau de l'activité économique serait descendu en deçà du plein potentiel au deuxième et au troisième trimestre de cette année (Graphique 8).



Plusieurs indicateurs étayent l'opinion selon laquelle une marge de capacités excédentaires s'est dégagée depuis le début de 2003. Le taux d'utilisation des capacités de production dans le secteur des produits non agricoles a reculé au deuxième trimestre. Le taux de chômage a augmenté, et le pourcentage d'entreprises signalant des pénuries de main-d'œuvre dans le cadre de l'enquête régulière menée par les bureaux régionaux de la Banque est tombé sous son niveau moyen des quatre dernières années. La timidité relative des hausses salariales témoigne aussi de l'existence d'une offre excédentaire sur les marchés du travail. En outre, les mesures du taux de l'inflation tendancielle ont été inférieures à ce qui avait été prévu.

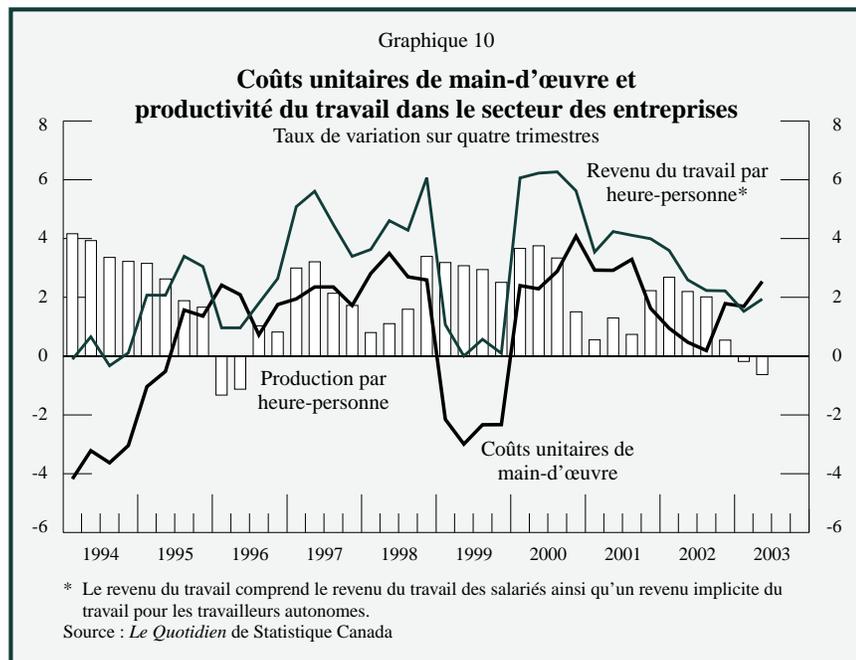
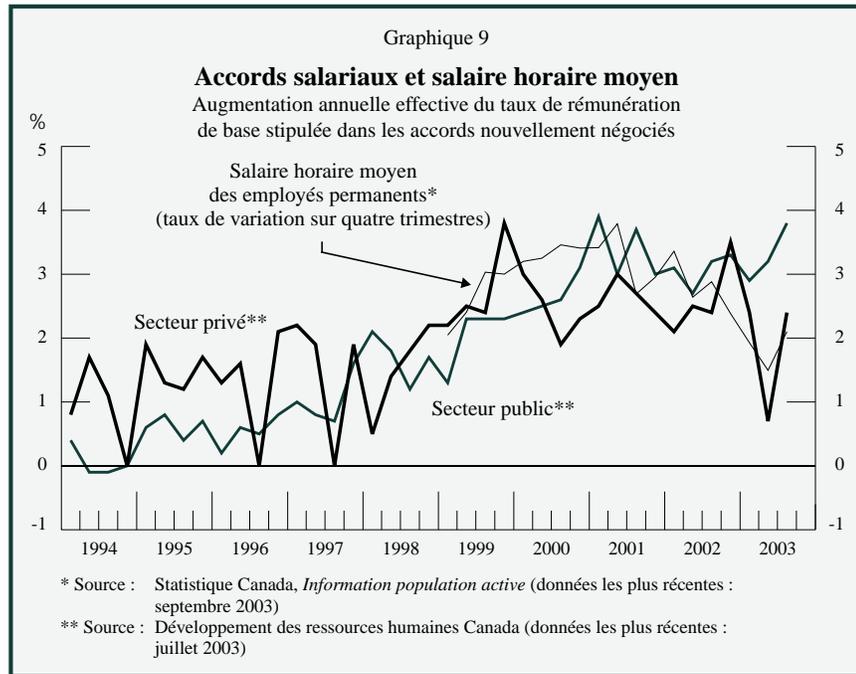
Tout bien considéré, la Banque juge qu'il existe actuellement au sein de l'économie une marge de capacités inutilisées légèrement supérieure à ce qu'indique l'écart de production calculé au moyen de sa mesure habituelle. En particulier, comme le taux d'activité a continué d'augmenter jusqu'en septembre, elle croit probable que la composante tendancielle de ce taux soit plus importante que la mesure ne le laisse croire. Compte tenu de cette nouvelle évaluation du potentiel et de l'interruption imprévue de la croissance économique survenue au deuxième trimestre, la Banque estime maintenant que la marge de capacités inutilisées était plus grande au milieu de l'année que ce qu'elle avait projeté dans la dernière livraison du *Rapport*.

Les coûts et la productivité

Deux mesures globales de la rémunération du travail, soit l'évolution du salaire horaire moyen des employés permanents et celle du revenu horaire du travail dans le secteur des entreprises, révèlent que le taux d'accroissement sous-jacent des salaires s'est situé entre 1,75 et 2,25 % depuis la fin de 2002 (Graphiques 9 et 10)³. Toutefois, à cause de la baisse qu'a connue la productivité au cours de la dernière année, les coûts unitaires de main-d'œuvre dans les entreprises étaient supérieurs d'environ 2,5 % au deuxième trimestre de 2003 à ce qu'ils étaient un an plus tôt (Graphique 10).

À cause d'une baisse de la productivité du travail, les coûts unitaires de main-d'œuvre étaient supérieurs d'environ 2,5 % au milieu de 2003, à ce qu'ils étaient un an plus tôt.

3. La réduction marquée des hausses annuelles moyennes consenties aux employés syndiqués du secteur privé au deuxième trimestre de 2003 reflète principalement l'incidence des contrats signés chez Air Canada, lesquels prévoyaient des gels et certaines compressions des salaires. Les augmentations annuelles moyennes octroyées aux employés syndiqués du secteur public en juillet 2003 étaient relativement élevées, mais le nombre d'employés touchés par les nouveaux contrats était beaucoup plus faible que d'habitude.



3. L'ÉVOLUTION FINANCIÈRE

De façon générale, les conditions financières se sont améliorées depuis la parution du *Rapport* d'avril. Les marchés boursiers se sont redressés, les écarts de taux sur les obligations de sociétés se sont encore rétrécis et la pente de la courbe des rendements s'est accentuée. La situation financière et la rentabilité des banques au Canada se sont raffermies, ce qui est de bon augure pour les conditions futures du crédit. Tous ces facteurs fournissent un cadre propice à la croissance de l'activité économique. Parallèlement, les prix sur certains marchés ont été très volatils, en raison des points de vue changeants sur les perspectives d'expansion à l'échelle mondiale et du dénouement incertain des déséquilibres croissants entre pays.

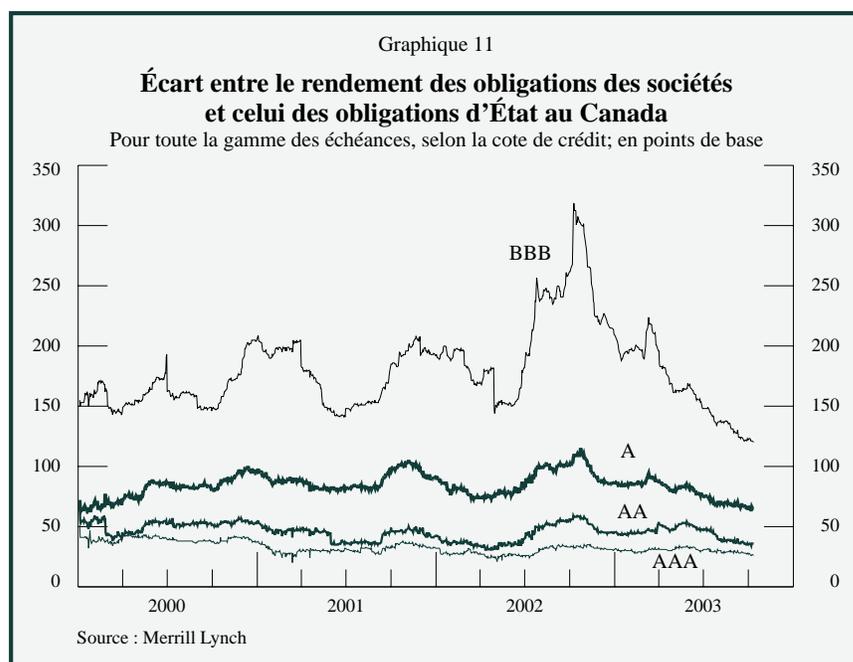
Les marchés boursiers canadiens et américains se sont ressaisis sous l'action conjuguée des bénéfices réalisés et de la confiance grandissante dans une reprise vigoureuse. Par ailleurs, la volatilité sur ces marchés est demeurée faible. En dépit de ces progrès, le volume des émissions d'actions des entreprises non financières au Canada reste bas, à l'inverse de celui des émissions de parts des fiducies de revenu, qui sont devenues pour les entreprises une importante source additionnelle de financement (King, 2003).

Sur le marché obligataire, l'amélioration des conditions financières s'est manifestée par un rétrécissement des écarts de rendement entre les obligations de sociétés et d'État, tant pour les placements bien cotés (Graphique 11) que pour les autres. La qualité du crédit, mesurée par exemple par le ratio des baisses de cote

Les conditions financières se sont améliorées...

... à la faveur du redressement des marchés boursiers...

... et du nouveau resserrement des écarts de taux sur les obligations de sociétés.



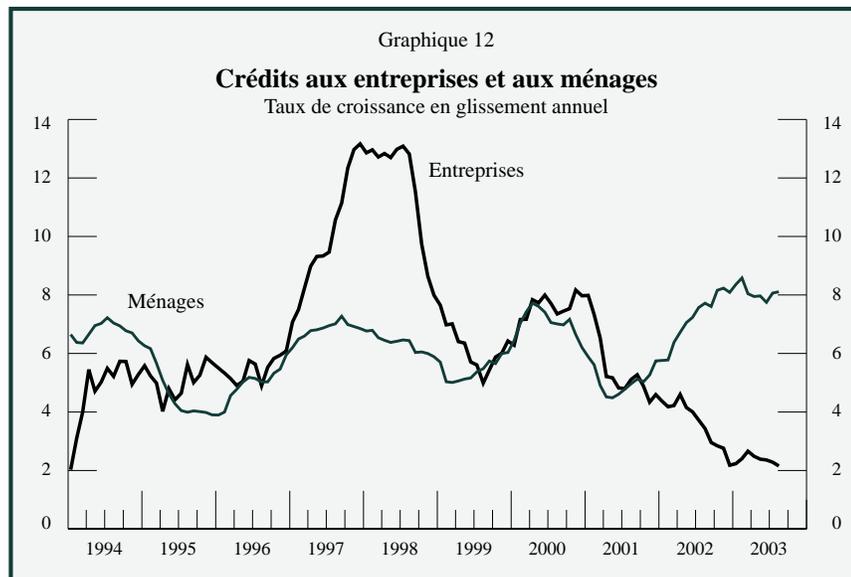
aux hausses de cote, s'est également accrue grâce aux efforts déployés par les entreprises pour restructurer leur bilan et diminuer leur endettement. Les marchés se sont montrés réceptifs aux nouvelles émissions d'obligations, dont le niveau reste élevé depuis la publication du *Rapport* d'avril.

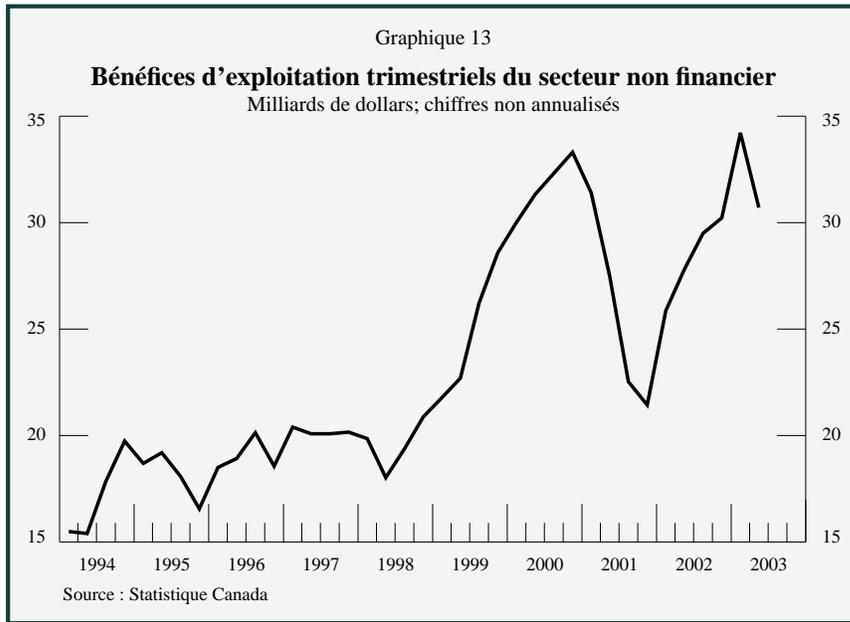
La croissance du crédit aux entreprises continue d'être anémique...

Malgré l'accessibilité accrue du financement, la croissance du crédit aux entreprises continue d'être anémique, en raison de la faiblesse de la demande (Graphique 12). Les sociétés attendent en effet des signes plus clairs de la vigueur et de la durabilité de la reprise aux États-Unis et à l'échelle internationale avant d'engager des projets d'investissement majeurs. Certaines financent, quant à elles, leurs dépenses à même leurs fonds autogénérés, car les bénéfices des sociétés sont restés élevés en dépit du récent recul par rapport au niveau record enregistré au premier trimestre (Graphique 13). Enfin, par suite de la réduction des stocks opérée par les entreprises, la demande de prêts à court terme s'est vivement repliée.

... mais celle du crédit aux ménages est restée robuste.

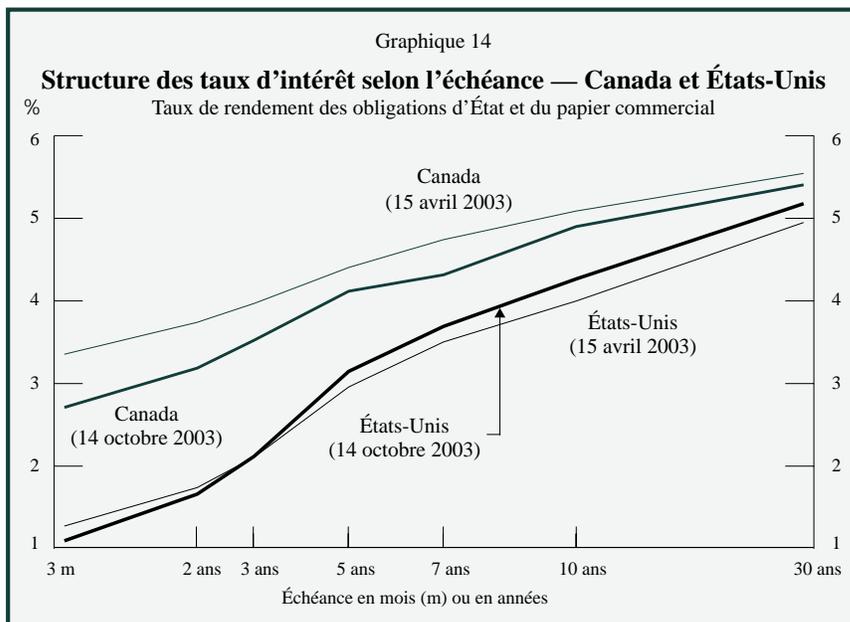
À la différence du crédit aux entreprises, le crédit aux ménages, en particulier le crédit hypothécaire, a vu sa croissance demeurer robuste. Cette situation s'explique par les modalités de crédit favorables (notamment les bas taux hypothécaires) et la progression soutenue, quoique plus modeste, des revenus. Malgré les récentes hausses des taux hypothécaires, le ratio estimatif du service de la dette reste inférieur à son niveau moyen des dix dernières années. En outre, bien que les ménages continuent de s'endetter, leurs bilans demeurent solides, grâce principalement au renchérissement marqué des maisons.





Depuis avril, les taux d'intérêt ont fléchi au Canada, et ce, pour l'ensemble des échéances. Le recul a été plus sensible dans le cas des instruments à court terme, ce qui a contribué à accentuer la pente de la courbe des rendements (Graphique 14). La baisse plus forte des taux du marché à court terme est liée non seulement aux

Les taux d'intérêt ont fléchi pour l'ensemble des échéances...

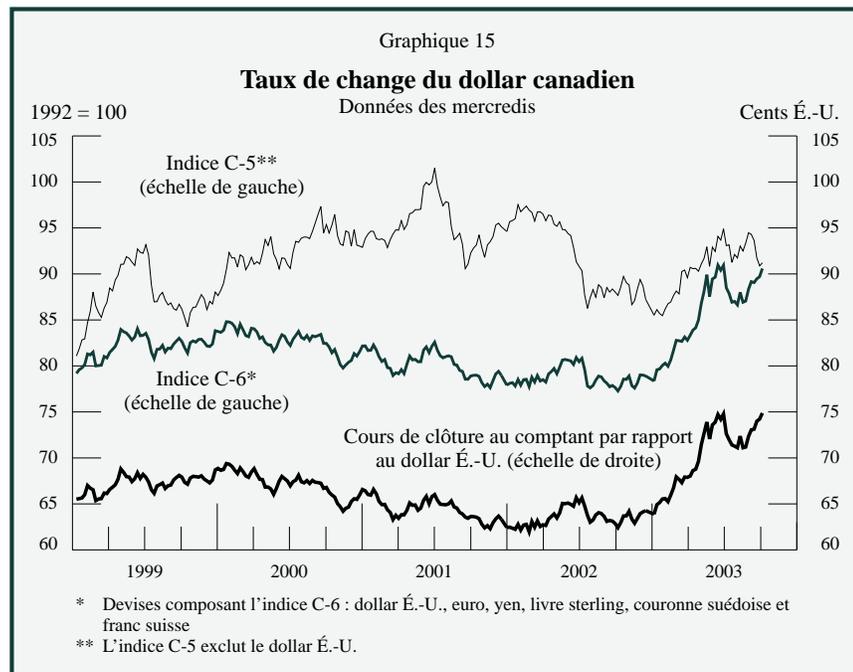


réductions du taux directeur, mais aussi au fait que les marchés s'attendent à ce que les taux à court terme demeurent bas et stables pendant un certain temps. Au cours de la même période, les rendements à moyen et à long terme ont connu des fluctuations marquées, chutant brusquement entre avril et juin pour ensuite remonter à mesure que les perspectives d'expansion à l'échelle mondiale s'amélioraient, à la faveur du regain de confiance dans la reprise économique aux États-Unis (Note technique 2). Ces variations des rendements obligataires ont été observées partout dans le monde et elles ont été particulièrement prononcées sur les marchés américain et japonais.

Au moment de la parution du *Rapport* d'avril, le dollar se situait à son plus haut niveau en trois ans, soit aux alentours de 69 cents É.-U. Il a depuis poursuivi sa forte remontée, atteignant plus de 75 cents É.-U. en octobre (Graphique 15). Comme c'est le cas pour de nombreuses devises, le cours de notre monnaie a été influencé par la faiblesse généralisée du dollar É.-U. durant cette période.

... et le dollar canadien a poursuivi sa remontée.

Le dollar canadien a également été soutenu par la hausse des prix des produits de base et le fait que la marge de capacités excédentaires était moins importante au Canada qu'aux États-Unis.



Note technique 2

L'évolution récente des taux d'intérêt à long terme

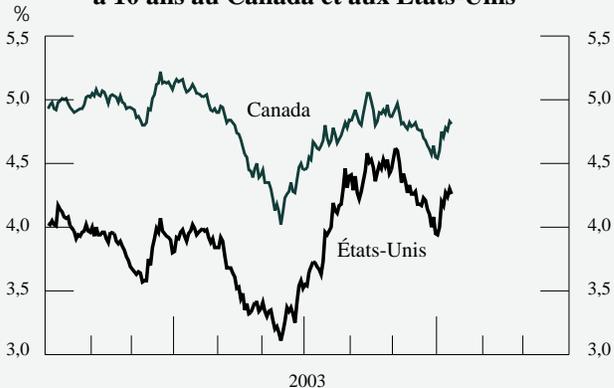
Le rendement des obligations à long terme au Canada a été inhabituellement volatil depuis avril 2003, tombant d'abord près de ses plus bas niveaux jamais enregistrés pour ensuite remonter rapidement à ceux où il se situait auparavant. Ce mouvement a suivi celui observé sur les autres grands marchés, notamment le marché des titres du Trésor américain (voir le graphique).

Le recul des rendements obligataires d'avril à juin tient surtout à trois phénomènes qui ont marqué le marché des titres du Trésor américain : la crainte croissante que la baisse de l'inflation se poursuive, l'incertitude grandissante entourant la reprise de l'économie américaine et les conjectures de plus en plus nombreuses quant à la possibilité que la Réserve fédérale intervienne directement sur le marché obligataire. Ces facteurs ont fait chuter considérablement le rendement des obligations américaines à long terme, qui a touché un creux historique le 13 juin. Vu les liens relativement étroits qui unissent les marchés des emprunts des pays du G7, les rendements sur les autres marchés obligataires ont suivi. Des facteurs techniques ont aussi été à l'œuvre. Le repli rapide des taux d'intérêt a donné lieu à un refinancement massif des prêts hypothécaires. Les détenteurs de titres hypothécaires ont alors déployé des stratégies de couverture qui ont engendré une demande accrue d'obligations d'État et, partant, une réduction des rendements. Afin de limiter l'appréciation de leur monnaie dans ce contexte, certaines banques centrales étrangères ont accumulé d'importantes réserves de dollars É.-U., qu'elles ont investies dans les titres du gouvernement américain.

Un élément déterminant dans le renversement de la tendance baissière des rendements obligataires a été la décision de la Réserve fédérale, annoncée le 25 juin, d'abaisser le taux cible des fonds fédéraux de 25 points de base au lieu des 50 points attendus par les marchés. Ceux-ci ont interprété le communiqué expliquant la décision comme plutôt optimiste quant aux perspectives économiques des États-Unis, y voyant une probabilité réduite que la Réserve fédérale ait recours à des mesures exceptionnelles. Le rendement des obligations à long terme s'est dès lors mis à grimper et, certains des facteurs techniques qui avaient amplifié sa chute jouant maintenant en sens contraire, il a surréagi. L'amélioration générale de la conjoncture économique aux États-Unis et au Japon ainsi que la hausse prévue des déficits publics américains, signalée dans l'examen du budget du 15 juillet, ont également fait monter les rendements des obligations d'État. Les rendements sont revenus depuis vers leurs niveaux du début de 2003.

Au Canada, les signes d'un ralentissement de l'activité et la diminution des taux directeurs durant l'été ont modéré la progression des rendements des obligations à long terme, ce qui a mené à un resserrement substantiel des écarts entre les taux d'intérêt canadiens et américains. L'écart de rendement entre les obligations à 10 ans canadiennes et américaines est passé de quelque 130 points de base à la mi-mai à environ 55 points de base à la mi-octobre et se retrouve ainsi bien à l'intérieur d'une fourchette normale.

Rendement des obligations à 10 ans au Canada et aux États-Unis



Source : Bloomberg

4. LES PERSPECTIVES EN MATIÈRE D'INFLATION

La conjoncture internationale

La conjoncture économique mondiale s'est améliorée...

... et les risques à court terme pesant sur les perspectives de croissance de l'économie américaine semblent mieux équilibrés qu'auparavant.

On prévoit que la croissance de l'activité aux États-Unis s'établira autour de 2 3/4 % pour l'ensemble de 2003 et qu'elle s'accélérera pour atteindre environ 4 % en 2004.

La conjoncture économique mondiale s'est améliorée depuis la parution du *Rapport* d'avril, à la faveur des mesures de relance monétaire et budgétaire mises en place. Si les incertitudes d'ordre géopolitique se sont estompées, il reste que les déséquilibres grandissants au sein de l'économie mondiale présentent des risques.

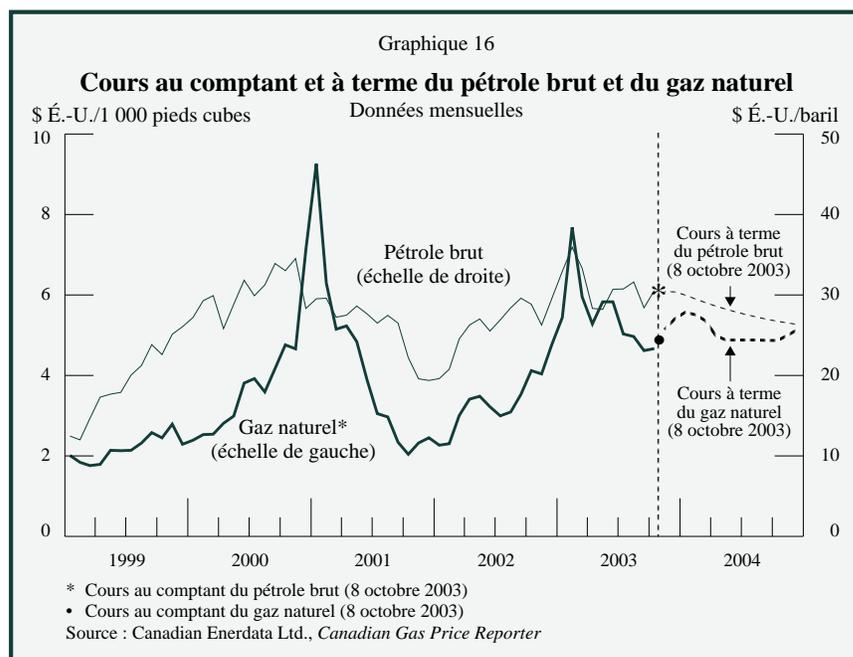
Les perspectives de croissance de l'économie américaine se sont embellies depuis la *Mise à jour* de juillet, et les risques pesant sur elles à court terme semblent mieux équilibrés qu'auparavant. On prévoit que l'activité chez notre voisin du sud progressera beaucoup plus rapidement que la production potentielle au deuxième semestre de 2003, sous l'effet des baisses d'impôts accordées aux ménages et d'un redressement de la dépense des entreprises. Le maintien de politiques monétaire et budgétaire expansionnistes et la dépréciation passée du billet vert devraient alimenter l'expansion économique au delà de la fin de l'année. En outre, l'accroissement soutenu de la demande intérieure devrait inciter les entreprises à reconstituer leurs stocks. On prévoit donc que l'augmentation du PIB réel s'établira autour de 2 3/4 % pour l'ensemble de 2003, ce qui est supérieur aux projections formulées dans le *Rapport* d'avril et la *Mise à jour* de juillet. Cette correction à la hausse tient au rétablissement apparent de la confiance et de la dépense des entreprises. La Banque s'attend à ce que le rythme d'expansion de l'économie américaine s'intensifie pour atteindre environ 4 % en 2004 — ce qui correspond à nos prévisions d'avril et de juillet — et elle suppose, dans son scénario de base, que la production continuera de croître plus rapidement que son potentiel en 2005. Pour 2003, notre projection est légèrement plus élevée que la moyenne des prévisions les plus récentes du secteur privé, mais, pour 2004, elle est comparable.

Dans les pays de la zone euro, la demande intérieure reste faible. Selon la Banque, la croissance de l'activité économique dans cette région se situera à 1/2 % environ pour l'année 2003, puis elle se raffermira pour s'établir aux alentours de 1 1/2 % en 2004.

À la faveur de la vive progression observée en Chine et en Inde, les économies émergentes d'Asie devraient afficher le taux d'expansion le plus robuste de toutes les régions du monde cette année et en 2004. Bien que l'épidémie de SRAS ait affecté bon nombre de pays asiatiques, ses répercussions économiques ont été limitées, et le niveau d'activité de la région revient à la normale. Au Japon, l'économie semble croître plus rapidement que prévu grâce au renforcement de la demande dans le reste de l'Asie, qui a pour

effet de stimuler les exportations nippones. Toutefois, des difficultés structurelles continuent de peser sur l'expansion, de sorte que celle-ci demeurera vraisemblablement modeste à court terme. L'activité au Japon devrait s'accroître de 2 3/4 % en 2003 et de 1 1/2 % environ en 2004.

Le raffermissement attendu de l'économie mondiale et la vitalité de la demande dans certains pays d'Asie devraient contribuer à faire de nouveau augmenter les prix en dollars américains des produits de base non énergétiques en 2004. Par ailleurs, avec la reprise graduelle escomptée de la production de pétrole iraquien, on pense que les cours du pétrole brut redescendront vers les 27 \$ É.-U. le baril l'année prochaine et resteront à ce niveau en 2005. Quant aux cours du gaz naturel, ils devraient, durant les mois à venir, avoisiner les niveaux auxquels ils se situent présentement. Ces hypothèses sont proches des attentes actuelles du marché (Graphique 16).



Les déséquilibres dans le monde

Bien que l'économie mondiale semble avoir redémarré, certains risques liés aux déséquilibres mondiaux continuent de planer sur ses perspectives.

En raison de divers facteurs, notamment la croissance plus forte aux États-Unis qu'ailleurs dans le monde au cours des dernières années, les déséquilibres des balances extérieures se sont creusés. La correction de ces déséquilibres requerra un ralentissement relatif de la croissance de la demande intérieure aux États-Unis et une

Des risques liés aux déséquilibres mondiaux continuent de planer.

accélération dans le reste du monde. Elle nécessitera aussi de nouveaux ajustements importants des taux de change réels des monnaies des pays industriels et des pays à marché émergent. Vu l'ampleur de l'offre excédentaire au sein de l'économie mondiale, un renforcement de la demande à l'échelle internationale devra accompagner la correction des déséquilibres.

Entre-temps, les niveaux d'endettement public croissants de nombreux pays absorbent une part grandissante de l'épargne mondiale. Cette situation pourrait, à moyen terme, faire grimper les taux d'intérêt réels à des niveaux supérieurs à la normale, et avoir ainsi un effet d'éviction sur l'investissement privé. Tôt ou tard, ces pays devront redresser la barre afin de mettre fin au dérapage de leurs finances publiques. Cela est particulièrement important dans le cas des pays industriels où le vieillissement des populations aura une incidence sur les situations budgétaires à long terme.

La demande et l'offre globales au Canada

Les conditions propices à un renforcement de l'expansion économique au Canada sont réunies.

Les conditions actuelles laissent présager une accélération de l'expansion économique au Canada. En effet, la reprise aux États-Unis semble plus forte que ce qui avait été projeté, et les indicateurs récents témoignent aussi d'une plus grande vigueur que prévu de la dépense des ménages canadiens. Tout bien considéré, la Banque estime que la croissance économique atteindra près de 3 1/4 % en moyenne au second semestre de 2003. Ce pronostic tient également compte de l'augmentation graduelle attendue des voyages au Canada par des étrangers et de l'incidence de la levée partielle de l'embargo frappant les produits du bœuf canadiens. Une certaine reprise de la croissance est donc anticipée dans les industries dont l'activité a été freinée par les retombées du SRAS et de la maladie de la vache folle (Note technique 1).

On prévoit que la croissance de l'activité demeurera supérieure à celle de la capacité de production tout au long de 2004, de sorte que la marge de capacités excédentaires qui s'est dégagée cette année devrait s'être résorbée au début de 2005. Étant donné que la récente appréciation du dollar canadien freinera l'élan que la poursuite escomptée de la relance de l'économie américaine devrait insuffler à nos exportations (Note technique 3), une large part de l'essor de la demande globale devra provenir de sources intérieures. La dépense des ménages est appelée à croître à un rythme modéré grâce au maintien de la détente monétaire. Les entreprises devraient nettement augmenter leurs investissements en raison du renforcement manifeste de l'activité aux États-Unis, de la récente amélioration de la conjoncture financière, du regain de leur confiance et de la diminution des coûts des machines et du matériel

Note technique 3

Les répercussions sectorielles de l'appréciation du dollar canadien

Le régime de changes flottants du Canada est un mécanisme important qui permet à l'économie canadienne de s'ajuster aux chocs, comme ceux découlant des fluctuations des prix relatifs mondiaux, des mouvements de capitaux ou de la divergence entre les conditions économiques de divers pays. L'effet global sur l'économie d'une variation du taux de change dépend des facteurs à l'origine de cette variation ainsi que de sa persistance. Bien que la part de chacun soit difficile à établir avec certitude, la récente appréciation du dollar canadien résulte probablement de plusieurs facteurs, dont l'ajustement multilatéral du taux de change réel du dollar américain, le renchérissement des produits de base et les positions respectives des économies canadienne et américaine dans le cycle.

Toutes choses égales par ailleurs, une hausse du dollar canadien réduit la demande de biens et services échangeables produits au Canada. L'ampleur de cet effet varie entre secteurs, selon le degré d'ouverture au commerce international. Les secteurs à forte vocation exportatrice ou qui se heurtent à une vive concurrence étrangère sur leur marché intérieur tendent à se ressentir davantage d'une appréciation de la monnaie nationale. En revanche, les secteurs ayant recours à des intrants importés bénéficient d'une baisse de leurs coûts de production. Les entreprises peuvent atténuer provisoirement les retombées de l'appréciation sur le commerce extérieur en se protégeant par des contrats de couverture, d'approvisionnement ou de vente ou en les absorbant, dans la mesure où elles le peuvent, dans leur marge bénéficiaire.

Dion (1999-2000) calcule l'ouverture nette de divers secteurs aux échanges internationaux en ajoutant à la part des biens exportés celle des importations concurrentes et en retranchant du résultat celle des intrants importés dans la production¹. Il observe que cette ouverture nette varie beaucoup selon les secteurs. Elle est relativement élevée dans les industries primaires, telles que l'extraction minière, pétrolière et gazière et l'exploitation forestière, et dans les industries manufacturières de pointe, qui fabriquent notamment des machines et des produits électriques ou électroniques. Par contre, elle est relativement faible dans plusieurs autres branches du secteur primaire, la construction, les services et certaines industries manufacturières, dont celles se spécialisant dans l'alimentation, les boissons, le tabac, l'impression et l'édition, et les produits raffinés du pétrole.

La récente hausse du dollar canadien aura donc pour effet de freiner les exportations canadiennes de biens et services et de réorienter une partie de l'activité vers la satisfaction de la demande intérieure.

Estimation de l'ouverture nette au commerce international de différents secteurs				
Secteur (1996)	Part des produits exportés (1)	Part des intrants importés dans la production (2)	Part des produits concurrents importés (3)	Ouverture (1) - (2) + (3)
Pétrole brut et gaz naturel	0,57	0,03	0,37	0,91
Papier	0,62	0,08	0,22	0,76
Machines	0,77	0,27	0,86	1,36
Matériel de transport	0,84	0,43	0,37	0,78
Produits électriques	0,76	0,29	0,78	1,25
Produits raffinés du pétrole	0,22	0,36	0,13	-0,01
Construction	0	0,12	0	-0,12

1. Dion utilise les données publiées par Statistique Canada sur la valeur, en dollars courants, des intrants et extrants pour 33 secteurs, de 1961 à 1996. L'ouverture nette se calcule à l'aide de la formule suivante : $OUV_j = (x_j/o_j) - (M_j^i/o_j) + (M_j^c/c_j)$, où OUV représente l'ouverture, x , les exportations, o , la production brute, M^i , les intrants importés, M^c , les importations des principaux produits concurrents, et c , la consommation intérieure apparente des principaux produits.

Le taux de croissance moyen de l'activité devrait avoisiner 2 % en 2003 et dépasser celui de la production potentielle durant 2004.

Presque toutes les mesures des attentes relatives à l'inflation ont fléchi depuis la mi-avril.

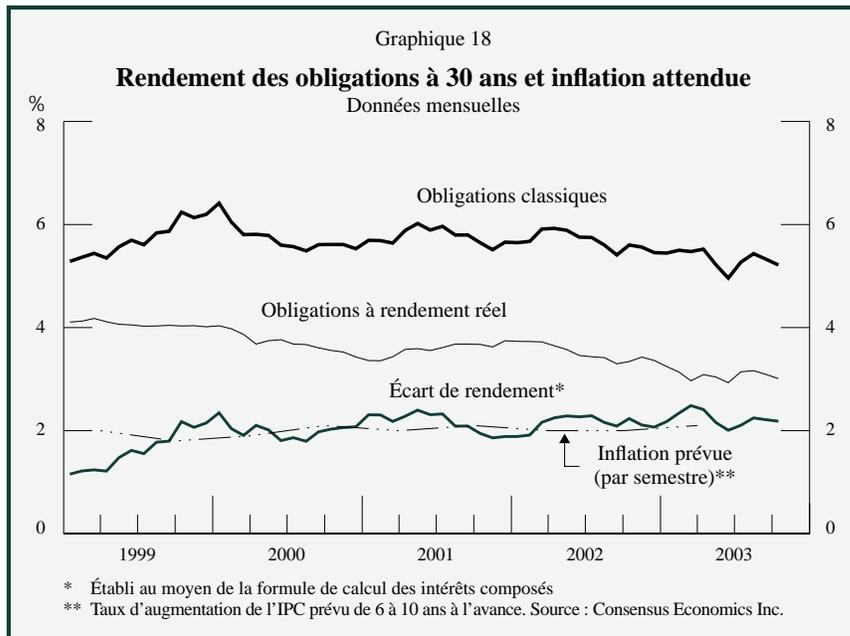
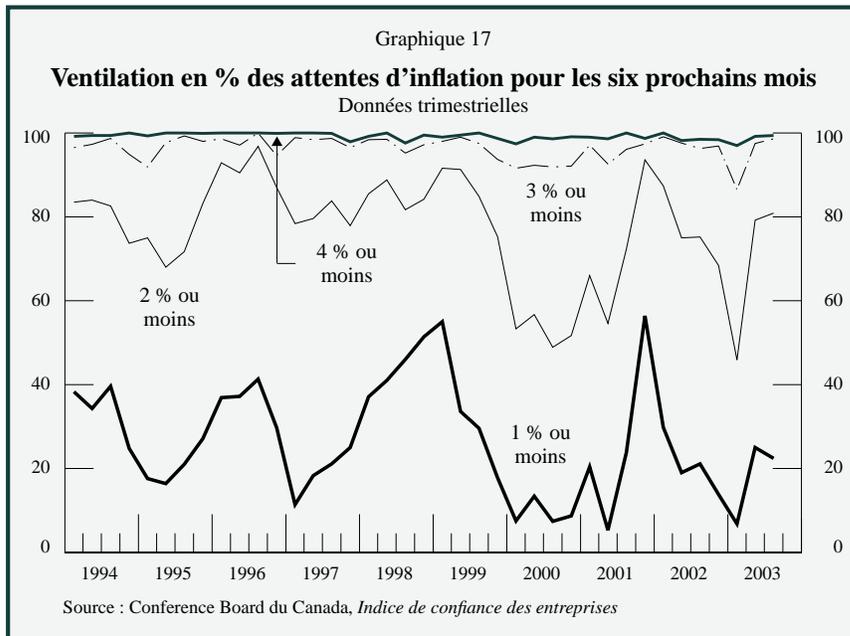
importés attribuable à la hausse du dollar canadien par rapport au dollar américain.

Ce scénario implique une expansion du PIB réel de l'ordre de 2 % en moyenne en 2003 et de 3 1/4 % sur l'ensemble de 2004. Quoique inférieure à ce qui avait été projeté dans le *Rapport* d'avril, la prévision pour 2003 est la même que dans la *Mise à jour* de juillet. Nos projections pour 2003 et 2004 sont semblables en gros à la moyenne des plus récentes prévisions du secteur privé.

Ces perspectives cadrent avec la réalisation de gains modestes au chapitre de l'emploi jusqu'à la fin de 2004, puisque la croissance de la productivité du travail devrait s'accélérer nettement d'ici là.

La mesure des attentes relatives à l'inflation

Presque toutes les mesures des attentes relatives à l'inflation que la Banque surveille ont fléchi depuis la mi-avril, et tous les indicateurs du taux attendu à moyen et à long terme sont maintenant proches de 2 %. Les résultats de l'enquête périodique du Conference Board du Canada sur la confiance des entreprises publiés à l'automne 2003 révèlent que 81 % des répondants s'attendaient à ce que le niveau général des prix augmente au cours des six mois suivants à un rythme de 2 % ou moins (Graphique 17). Quarante-six pour cent des répondants étaient de cet avis le printemps dernier. De plus, la proportion des entreprises sondées par les bureaux régionaux de la Banque qui s'attendent à ce que l'inflation mesurée par l'IPC global dépasse 3 % en moyenne au cours des deux prochaines années se chiffrait à 4 % récemment, contre 26 % dans l'enquête menée au début de 2003. Bien que le taux d'accroissement moyen de l'IPC global projeté par les prévisionnistes du secteur privé pour 2004 soit tombé à 1,7 %, les taux prévus à plus long terme continuent généralement de frôler les 2 %. En outre, l'écart entre le rendement des obligations classiques à 30 ans et celui des obligations à rendement réel est, dans l'ensemble, demeuré près de 2 % (Graphique 18).



Les autres facteurs qui influent sur l'inflation

Les effets de la forte hausse passée des primes d'assurance sur l'inflation mesurée par l'indice de référence continueront de s'atténuer.

Les effets de la forte hausse passée des primes d'assurance sur l'inflation mesurée par l'indice de référence devraient continuer de s'atténuer jusqu'au début de 2004. Il est fort possible du reste que les primes d'assurance automobile connaissent d'importantes réductions au cours des prochains mois dans certaines provinces, étant donné les projets envisagés par les administrations de ces dernières ou l'adoption de lois dans ce domaine.

Par ailleurs, les rabais accordés dans les secteurs ébranlés par la crise du SRAS devraient s'amoinrir dans les mois à venir, à mesure que l'activité retournera à la normale. On s'attend à ce que les détaillants diminuent eux aussi leurs rabais à mesure qu'ils mèneront à terme l'ajustement de leurs stocks.

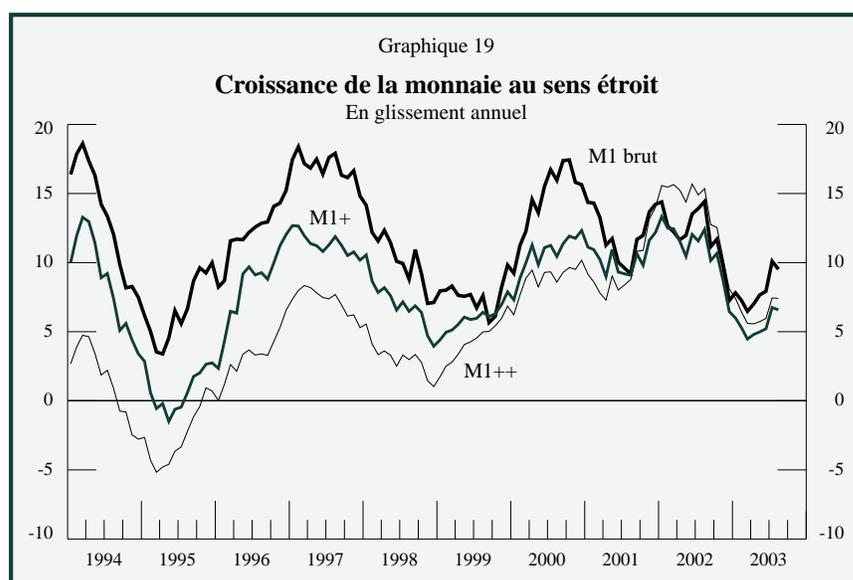
Il est probable cependant que la vive appréciation enregistrée par le dollar canadien récemment continuera de pousser à la baisse l'inflation mesurée par l'indice de référence jusqu'à la fin de 2004, quoique l'on ne connaisse pas très bien l'ampleur qu'aura l'incidence des variations du taux de change sur les prix à la consommation. Celle-ci se fera davantage sentir sur le taux d'accroissement de l'IPC global que sur celui de l'indice de référence et s'apparente à un mouvement ponctuel du niveau des prix.

La rémunération du travail devrait progresser un peu plus rapidement en 2004.

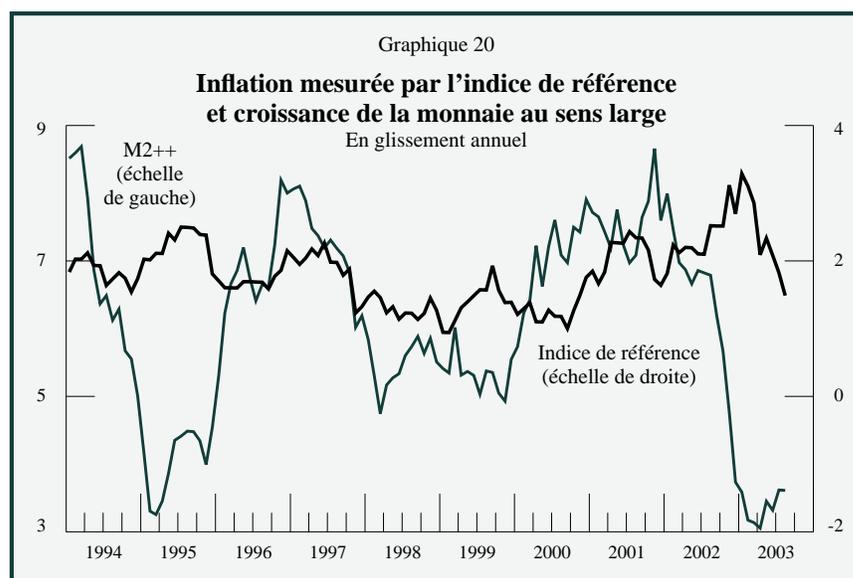
La rémunération devrait progresser un peu plus rapidement tout au long de 2004 grâce à l'amélioration de la situation sur le marché du travail. Quoiqu'il en soit, compte tenu de la reprise anticipée de la croissance de la productivité du travail au cours de cette période, on prévoit que la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre descendra pour s'établir à un peu moins de 2 % l'année prochaine.

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

Après s'être ralenti de façon temporaire, mais marquée, au début de 2003, le rythme d'expansion des agrégats monétaires au sens étroit — M1 brut, M1+ et M1++ — s'est nettement accéléré depuis la parution du *Rapport* d'avril (Graphique 19). Cette évolution traduit le retour de la demande de monnaie, qui était anormalement faible, à des niveaux cadrant avec l'environnement actuel de bas taux d'intérêt. Plus tôt en 2003, les ménages et les entreprises avaient puisé dans les encaisses de précaution accumulées en 2002 face à la faiblesse des cours boursiers, à la turbulence accrue sur les marchés financiers et au climat géopolitique de plus en plus incertain.



Les ménages poursuivent le remaniement de leurs portefeuilles, préférant les dépôts à terme fixe et les fonds communs de placement à revenu fixe aux fonds communs du marché monétaire et aux fonds communs d'actions. Ils continuent également de délaissier les avoirs financiers au profit d'actifs réels, comme en témoigne la vigueur affichée par le marché du logement au cours de la dernière année. Malgré cette tendance, le taux de croissance de M2++ s'est redressé quelque peu depuis la parution du *Rapport* d'avril, à la faveur principalement de l'accélération de la croissance des agrégats monétaires au sens étroit (Graphique 20). La progression de M2++ se raffermissant, l'un des risques que l'inflation soit plus faible que projeté s'est amoindri.



Les prévisions relatives à l'inflation

La marge de capacités excédentaires au sein de l'économie devrait exercer certaines pressions à la baisse sur l'inflation au cours de la période de projection. Par ailleurs, l'incidence des précédentes hausses des primes d'assurance sur l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait continuer de fléchir, et l'appréciation substantielle qu'a connue le dollar canadien devrait continuer de tirer vers le bas le taux d'augmentation de l'indice de référence durant le reste de 2003 et l'ensemble de l'année 2004.

Par contre, les rabais pratiqués ces derniers temps dans un certain nombre de secteurs (par exemple, celui du tourisme) et certains segments du commerce de détail diminueront vraisemblablement au cours des prochains mois, à mesure que l'activité dans ces secteurs et les stocks des détaillants reviendront à des niveaux plus normaux.

La Banque s'attend donc à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence se situe à un peu plus de 1 1/2 % pendant le reste de l'année 2003⁴. Les effets de la vive ascension des primes d'assurance étant en voie de se dissiper, le taux d'accroissement de l'indice de référence devrait descendre pour s'établir tout juste au-dessus de 1 % au début de 2004, avant de remonter vers la cible de 2 %. Il devrait être revenu à 2 % d'ici le milieu de 2005 (Tableau 1). Les pressions baissières qu'exerce actuellement sur l'inflation la marge de capacités excédentaires s'atténueront probablement à mesure que cette marge se résorbera en 2004.

L'inflation mesurée par l'indice de référence pourrait être un peu inférieure à cette projection au cours des prochains trimestres si le relèvement des primes d'assurance automobile est en partie annulé. De fait, si tous les changements dont il a été question publiquement sont mis en œuvre sous peu, le taux d'augmentation de l'indice de référence prévu pour la période allant du quatrième trimestre de 2003 au troisième trimestre de 2004 pourrait être inférieur de 0,2 à 0,3 point de pourcentage à celui qui est indiqué dans le scénario de référence reproduit au Tableau 1. Il convient de préciser qu'une très grande incertitude plane quant au moment et à l'ampleur des baisses que pourraient connaître les primes en question. Ces baisses constitueraient essentiellement des chocs ponctuels qui, s'ils sont reconnus pour tels, devraient avoir peu d'incidence sur les attentes et les perspectives en matière d'inflation pour 2005.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait descendre jusqu'à un niveau tout juste supérieur à 1 % au début de 2004...

... puis elle devrait remonter à 2 % environ d'ici le milieu de 2005.

4. L'inflation mesurée tant par l'indice de référence que par l'IPC global devrait afficher en décembre 2003 une hausse momentanée due à l'effet d'écho de la première vague de réduction des prix de l'électricité en Ontario, survenue en décembre 2002.

Tableau 1 Projections concernant l'inflation mesurée par l'indice de référence et l'IPC global Taux de variation sur quatre trimestres							
	2003		2004			2005	
	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	2 ^e sem.	1 ^{er} sem.	2 ^e sem.
Indice de référence	1,6 (2,5)	1,6 (2,4)	1,2 (2,0)	1,6 (2,0)	1,7 (2,0)	1,9 (2,0)	2,0
IPC global	2,1 (2,8)	1,7 (2,4)	0,9 (1,2)	1,4 (1,5)	1,5 (1,8)	1,8 (2,0)	2,0
Hypothèses relatives au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en \$ É.-U. le baril)							
WTI (niveau)	30 (27)	30 (25)	28 (25)	27 (25)	27 (25)	27 (25)	27

Les chiffres entre parenthèses sont tirés du *Rapport* d'avril.

Les cours du pétrole brut continueront d'avoir un effet marquant sur l'évolution du taux d'augmentation annuel de l'IPC global (Graphique 16). S'ils redescendent, comme nous le supposons, aux alentours de 27 \$ É.-U. le baril en 2004 et restent à ce niveau en 2005, le taux d'augmentation de l'IPC global devrait tomber en deçà de celui de l'indice de référence l'année prochaine et remonter à 2 % d'ici le milieu de 2005.

Il est probable que le taux d'augmentation de l'IPC global descendra au-dessous de celui de l'indice de référence en 2004.

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 (diverses livraisons).
- Conference Board du Canada (2003). *Indice de confiance des entreprises* (automne).
- _____ (2003). *Indice des attitudes des consommateurs* (septembre).
- Consensus Economics Inc. (2003). *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.
- Dion, R. (1999-2000). « Les tendances du commerce extérieur canadien », *Revue de la Banque du Canada* (hiver), p. 31-45.
- King, M. R. (2003). « Income Trusts—Understanding the Issues », document de travail n° 2003-25, Banque du Canada.
- Macklem, T. (2001). « Une nouvelle mesure de l'inflation fondamentale », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 3-14.

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>